CEEM | China External Environment Monitor

中国外部经济环境监测

总第 207 期

2021 年 2 月 28 日

全球智库半月谈

美国经济周期前景路线

美国经济概况

为什么特朗普的美中第一阶段贸易协定失败了

拜登刺激计划充满雄心壮志，但也带来巨大风险

萨默斯对拜登救济计划的担忧

像中国一样出口：贸易地位的决定因素

为什么在 COVID-19 救济方案之后通货膨胀可能会飙升

本期编译

安婧宜 陈之宸

桂平舒 李佳欣

母雅瑞 申劭婧

薛　懿 杨　茜

张舜栋

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾　　问	张宇燕			
首席专家	张　斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆　婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾　弦	大宗商品
	陈　博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王　地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组　长	张宇燕			
召集人	徐　进		**协调人**	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵　峰	国际战略	徐　进	国际安全
	薛　力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄　薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高　华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王　雷	东亚安全

彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
田慧芳	气候变化	李　燕	俄罗斯政治
任　琳	全球治理	丁　工	发展中国家政治

联系人: 傅子晴　邮箱：jenniferfzq@163.com 电话：(86) 10-8519 5775 传真：(86) 10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544　　邮政编码：100732

免责声明:

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

美国经济周期前景路线图 5

导读：后疫情时代，美国的经济将如何发展？作者认为可以分为短期、中期和长期 3 个阶段。短期内增长缓慢，通胀率低，中期内增长和通胀都暂时加速，而长期增长几乎停滞，保持温和的通胀。

美国经济概况 8

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2020 年 2 月 12 日的数据。

为什么特朗普的美中第一阶段贸易协定失败了 30

导读：拜登政府计划审查唐纳德·特朗普总统在 2019 年底与中国达成的第一阶段贸易协定，这笔交易在很大程度上来说是失败的。而该协定的核心内容是，中国承诺将在 2020-2021 年再购买 2000 亿美元的美国商品和服务。

拜登刺激计划充满雄心壮志，但也带来巨大风险 43

导读：本文摘自 Lawrence H. Summers 2021 年 2 月 5 日在华盛顿邮报（The Washington Post）上发表的文章。

拉里·萨默斯的担忧 46

导读：萨默斯对参议院追加抗疫资金的预算决议提出了两个担忧，其一是刺激力度过大，其二是刺激计划无法增加公共投资。本文针对萨默斯的担忧发表了见解，总的来说本文并不是那么强烈地反对萨默斯，并且认为他的第二个担忧很有道理。

萨默斯对拜登救济计划的担忧 49

导读：近期，美国前财政部长萨默斯表达了对拜登救济计划的担忧。本文为作者对此的见解。

像中国一样出口：贸易地位的决定因素 52

导读：本文研究了中国制造业国营与民营企业的出口决策。本文研究模型在标准贸易模型的基础上引入了劳动调整成本和需求侧变动，采用模拟矩估计的方法进行参数估计和模拟实验。本文使用企业盈利能力代替单位劳动营收作为生产率指标。研究表明，本文模型可以很好的匹配实际数据，劳动调整成本和贸易成本对企业贸易决策影响显著。

经济政策

为什么在 COVID-19 救济方案之后通货膨胀可能会飙升......................57

导读：经济学家们围绕着美国总统拜登提出的 1.9 万亿美元经济刺激计划的规模展开了激烈的辩论，这引起了人们对先前由政府巨额支出而刺激产生的通胀案例的关注。双方都把上世纪 60 年代的越南战争作为难以逆转的通胀的起点。然而，如果回顾过去，我们可能会发现这个结论是误导性的，我们更应该审视朝鲜战争时期而不是越南战争时期。

财政政策与后疫情时代的复苏

——国内政策与国际协调的路线图.................60

导读：自新冠疫情以来，世界各主要经济体普遍迅速出台了力度空前的财政刺激政策。随着疫苗的大规模接种和疫情传播的放缓，世界经济复苏的曙光正在来临，而各国也终将逐步退出本轮刺激周期。在具体操作过程中，各国政府应如何确定退出刺激周期的时机？在其中应注意应对哪些风险和挑战？国际协调在其中将扮演怎样的角色？笔者给出了回答。

本期智库介绍..67

美国经济周期前景路线图

Eric Winograd/文　申劭婧/编译

导读：后疫情时代，美国的经济将如何发展？作者认为可以分为短期、中期和长期 3 个阶段。短期内增长缓慢，通胀率低，中期内增长和通胀都暂时加速，而长期增长几乎停滞，保持温和的通胀。编译如下：

自新冠疫情爆发以来，美国经济轨迹的基本轮廓首次成为人们更加明确的焦点，这使我们更有信心勾勒出三个从短期到长期将会经历的阶段。

美国经济的3个未来阶段

未来1-5个月	2021第二季度-2021第四季度	2022年及以后
非常缓慢的增长，低通胀	增长加速，暂时通胀加速	增长几乎停滞，温和通胀
• 超过50%的可能美联储将继续宽松政策-可能通过调整量化宽松政策 • 政府内部意见不统一将使得重要财政刺激很难产出 • 10年期国库券收益大概为0.75%到1.25% • 证券市场将全力应付疫苗乐观主义、价值提升现状和财政僵局	• 假设疫苗进程、人口流动和活动状况都改善 • 下个春天通胀可能短暂超出美联储目标，广义CPI最高将达到2.0% • 最好情况下有限的财政支持 • 一年中大部分时间利率范围约为1.0%-1.5% • 证券市场积极应对价值提升和经济改善，美联储预期可能成为决定因素 • 美元很可能疲软	• 债务问题、民粹主义和去全球化继续影响增长 • 相对低增长，低通胀的环境使得美联储保持利率低位 • 停滞或紧缩的财政政策可能使美国GDP比他国更早变平缓 • 环境可能侵蚀促进了美国相对于他国证券市场的增长优势 • 如果美国在通胀再复苏进程中落后，长期美元可能升值

当前预测不保证未来结果
于2020.12.2
来源：博联基金（AB）

近期（1-5 个月）：增长非常缓慢且通货膨胀率很低

新冠病毒很可能会在整个假期加速发展，对人群的活动限制会抑制增长，即使没有另一轮广泛的全国封锁也是如此。我们不希望像欧洲那样出现经济萎缩，但是有可能确实会朝着这个方向发展。至少在接下来的几个月中，可能会出现缓慢的增长和低通胀。未来的疫苗不会让很多人现在就可以重返工作岗位。

宽松的货币政策和停滞的财政政策。美联储将在可预见的未来保持宽松的货币政策。我们认为，短期内进一步放宽的可能性大于 50%，这很可能通过重新调整量化宽松（QE）购买量来压低长期利率。我们认为，很有可能在 2021 年第一季度发生这种情况。

美联储可能会被迫采取行动，因为财政政策不太可能弥补这一空缺。政府内的意见会一分为二，因此可能难以实施重大的财政刺激措施。即使该计划成功，充其量只能弥补冬季的部分经济损失，而不能促进经济增长。

低利率。在惨淡的环境下，美联储根本不会让利率大幅上升。我们预计 10 年期美国国债收益率将在 0.75%至 1.25%之间。股市将在对疫苗的乐观情绪和极

少的投资选择，以及高估值和财政僵局这两种对立局面中平衡挣扎。美元更有可能贬值而不是升值。从大多数指标来看，美元目前价值过高，而且市场很可能会期待下一个汇率制度，这可能对美元不利。

中期（2021 年第 2 季度至 2021 年第 4 季度）：加速增长，暂时出现通货膨胀

假设有效疫苗在 2021 年变得更加普及，受打击最大的行业可以在第二季度开始营业，并在夏季看到复苏迹象，因为人们开始旅行，参加面对面的娱乐活动，并开始做整个 2020 年几乎都无法做到的事情。前景还不是特别清楚，但是随着流动性的提高，我们应该看到对增长的推动。

随着经济增长，通货膨胀率可能会在明年春季暂时超过美联储的目标，原因是从 2020 年初开始价格同比的大幅下跌。潜在的通货膨胀率仍可能会低于目标，但整体消费者价格通货膨胀率将至少在 2021 年中期达到 2.0%，然后再下降。

宽松的货币政策，紧缩的财政政策。美联储不会仅仅为了减轻新冠疫情的打击，以期恢复到“正常”状态。目前的货币政策亦包含了联储在疫情前对经济前景的担心，而且认为“封锁”结束后的复苏反弹不会改变这一状况。[1]鉴于工具箱有限，美联储可能不会进一步宽松，但也不希望采取任何紧缩措施。我们预计，央行将明确表示何时最终退出量化宽松政策，但这一举措最早要到 2021 年下半年才能实现，更有可能是 2022 年。

更高的通胀预期（这正是美联储希望的事情）可以加快复苏时间表。我们认为，财政政策将起到推动作用，但是如果国会在经济不景气的情况下不通过有意义的刺激措施，那么就不可能通过加强刺激措施来实现。我们对此的观点是，最多只能获得有限的财政支持，因此明年的财政刺激很可能会收缩。

低利率和美元疲软。如果经济增长如我们所预期的那样，美联储将比经济疲软时期更适应利率上升，因此我们认为，2021 年采用更高利率的范围将扩大。但是，由于美联储担心长期发展，并且仍将继续使用量化宽松手段来保持政策适应性，明年大部分时间利率可能会维持在 1.0% 至 1.50% 的范围内。

股票市场将继续在高估值和经济改善状况下挣扎[2]，而美联储的预期可能会成为最终决定因素。如果投资者开始担心收紧的货币政策，这将会成为一个不利因素。美元很可能会在中期贬值。在几个月的时间内，这看起来像是适当的再通胀。[3]

长期（2022 年及以后）：增长缓慢，温和通货膨胀

---

[1] The Fed won't just soften the blow from COVID-19 and then go back to "normal." It was worried about the outlook before the pandemic, and a reopening rebound won't change that

[2] Equity markets will continue to wrestle with elevated valuations and an improved economy

[3] For a few months, this will look like proper reflation.

新冠疫情之前造成经济增长放缓的所有因素（包括高债务，民粹主义和去全球化）仍然存在，且其中大部分被疫情加强了。与过去十年中的大部分时间一样，这些趋势将长期拖累增长。在疫情之前的五年中，名义 GDP 的平均增幅几乎不到 4%。另一方面看，甚至更低的水平都非常有可能。

货币政策无能为力，财政政策为重点。从长远来看，美联储无法独自促成可持续的通货膨胀，这使财政政策成为关键变量。货币政策和财政政策必须保持同步——就像我们所说的那样，“齐头并进”——以可持续地推动增长和通货膨胀。美联储已经敞开了大门，即将上任的美国财政部长耶伦（Janet Yellen）很乐意在财政上大步向前迈进。但是国会控制着财政政策，预期在政治平衡下，财政货币“齐头并进”的宏观经济政策实施的概率不大。[4]

从历史上看，当央行将债务货币化（就像美联储在做的那样）时，通货膨胀上升。但这是因为财政当局已经通过支出利用了货币化的优势。如果美国能够做到这一点，它可能会摆脱困境，开启一个不同的制度。否则，美联储不会促成其希望完成的较高通货膨胀率。一切都取决于财政政策。

低利率，潜在丧失经济增长优势。只要美国处于预期中的低增长，低通胀状态，[5]美联储就会将利率保持在非常低的水平，从而限制市场驱动利率可能的上升。这并不是说 10 年期美国国债的收益率会始终低于 1%，但是在可预见的未来，不太可能回到 2.5%或 3.0%的水平。

美国是唯一一个可能会采用不变，甚至紧缩财政政策的国家。这样的政策将[6]可能使其名义 GDP 的趋势很快变平，并且在任何预测范围内都不太可能大幅上升。这样政策环境下，美国之前以其他国家股市为代价换来的股市繁荣优势将被削弱。另外，如果美国的再通胀进程落后于世界其他地区，那么美元将在长期内面临较大的升值空间。[7]

本文原题名为“A Road Map to the Coming US Economic Cycle”。本文作者 Eric Winograd 是联博基金的资深经济学家。本文于 2020 年 12 月刊于联博基金官网。单击此处可[8]以访问原文链接。

---

[4] But Congress controls fiscal policy, and the expected political balance makes this unlikely.
[5] As long as the US is in the expected low-growth, low-inflation regime
[6] Position
[7] An environment like this could erode the growth advantage that has bolstered US equity markets at the expense of other regions. It would also suggest scope for long-term dollar appreciation if the US is left behind while the rest of the world works toward reflation.

美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2020 年 2 月 12 日的数据。编译如下：

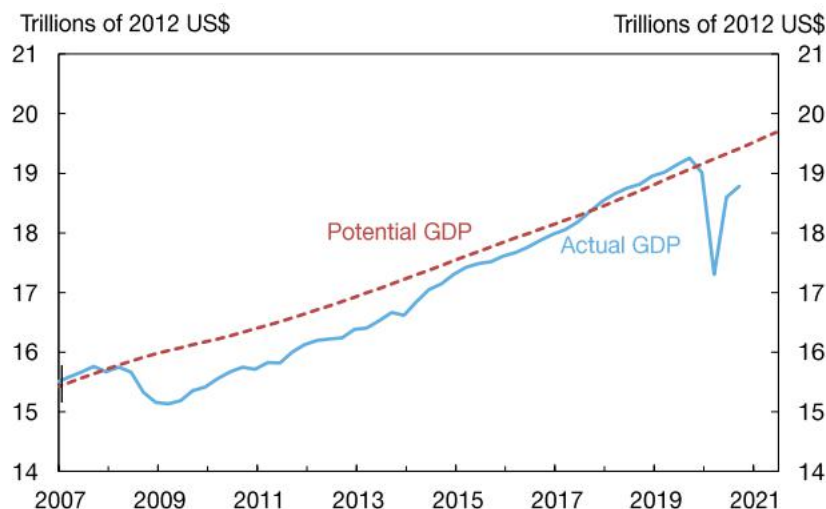
一．总览

1. 12 月份消费者支出再次下降。其中商品方面的实际支出大幅下降，而服务支出基本不变。此外，总体支出同比下降 3%，其中商品支出上升 6%，服务支出下降 7%。总体来看，低支出和高收入共同推高了个人储蓄。
2. 12 月份实际商业设备支出继续上升。除飞机外的非国防资本货物的出货量较 2 月份增长了 6%。
3. 房地产行业在 12 月份继续扩张。房屋开工量升至 2006 年以来的最高水平，同时现房销售同比增长 22%。
4. 1 月份就业人数基本没有变化，而失业率下降是因为劳动参与率有所下降。
5. 12 月份核心个人消费支出（PCE）通胀增至 1.5%。
6. 美国股市指数在 2 月初达到创纪录水平，同时隐含波动性下降。10 年期美国国债的名义收益率上升，而市场隐含的短期预期政策利率路径未变。此外，美元升值。

（一）2020 年第四季度产出远低于潜在产出。

1. 2020 年第四季度的实际 GDP 比国会预算办公室（CBO）估计的实际潜在 GDP 低了约 3.3%。第四季度的产出缺口较第二季度-10%的缺口大幅收窄。根据 CBO 预计，今年实际潜在 GDP 将以相对缓慢的速度进行增长（1.9%左右）。
2. 1 月份 6.3%的失业率仍远高于 CBO 对其长期自然失业率（4.5%）的估计。
3. CBO 提高了对 2021-2022 年潜在增长率的估计，同时还略微提高了对自然失业率的估计。
4. 其他测算也表明，美国经济中存在相当多的资源冗余，产能利用率仍然很低。

图 1 实际 GDP vs. 潜在 GDP



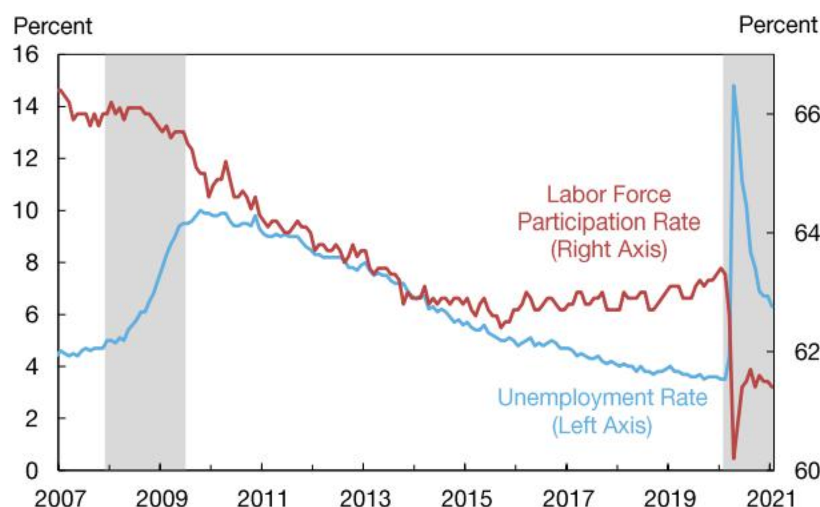
数据来源：经济分析局（BEA），国会预算办公室（CBO）。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

（二）1 月份劳动力市场复苏放缓。

1. 1 月非农就业人数变化不大，仅增加 4.9 万人。
   (1) 在服务部门，专业和商业服务（+9.7 万人）与教育服务行业（+3.4 万人）的显著增长，被休闲和酒店行业（-6.1 万人）与零售贸易业（-3.8 万人）的下降抵消了。
   (2) 制造业和建筑业的就业人数分别下降 1 万人和 0.3 万人。
2. 失业率降至 6.3%。
3. 劳动力参与率从 61.5%下降至 61.4%，主要因为女性的参与率从 55.9%下降到 55.7%。

图 2 劳动力市场指标



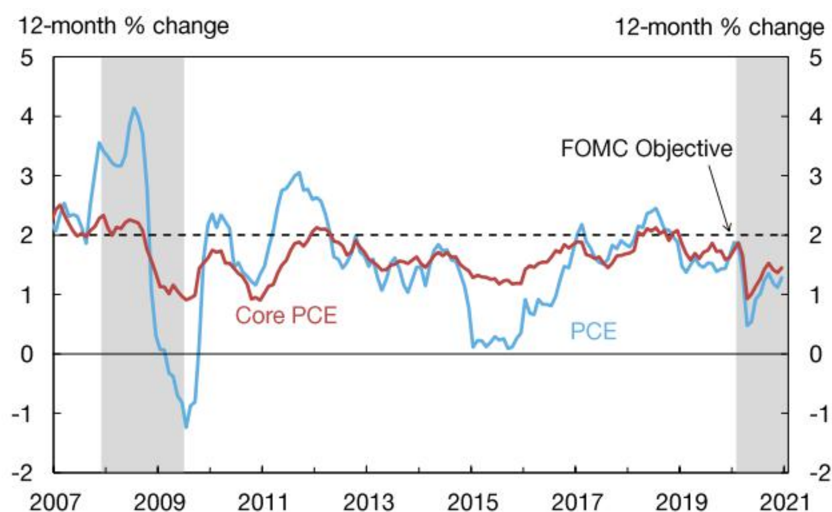
数据来源：经济分析局。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

（三）12 月份通货膨胀率上升。

1. 12 月份 PCE 价格指数同比上涨 1.3%，较 11 月份 1.2%的涨幅有所上升。
   (1) 服务业价格上涨 2.0%，且非耐用品价格下跌 0.9%。
   (2) 耐用品价格上涨 1.3%，与 2019 年 12 月 2%的跌幅形成反差。
   (3) 能源价格下跌 7.6%，而食品价格上涨 3.9%。
2. 全年核心 PCE 通胀率小幅上升至 1.5%。
   (1) 核心通胀率已从 2020 年第二季度的 1.0%回升。
   (2) 通胀率仍然低于联邦公开市场委员会 2%的长期目标。

图 3 个人消费支出平减指数



数据来源：经济分析局。

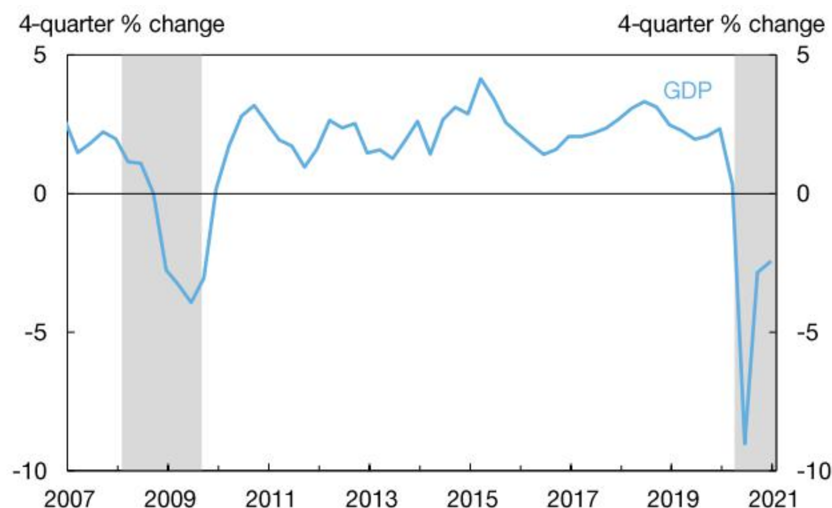
注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

二. 经济活动

（一）继第三季度大幅增长以后，第四季度增长稳健。

1. 根据预估，GDP 在第三季度以 33.4%的年率飙升以后，第四季度的年化增长率为 4.0%。4 季度变化为-2.5%。此外，个人消费支出（PCE）增长 2.5%。
2. 非住宅、住宅和库存投资也对第四季度的 GDP 增长做出了贡献。而政府支出和净出口拖累了经济增长。
3. 由于转移收入下降，第四季度的实际个人可支配收入下降了 9.5%（按年率），但从全年来看仍上涨了 3.7%。此外，个人储蓄率高达 13.4%。

图 4　GDP 增长



数据来源：经济分析局。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

（二）1 月份制造业下行。

1. 制造业生产继 11 月上升 0.8%后，12 月份增长了 0.9%，但比去年同期低 2.8%。
2. 1 月份 ISM 制造业指数下降至 58.7。
   (1) 该指数仍接近历史高位。
   (2) 该指数可能存在上行的倾向，因为供应商交付货物可能受到 COVID-19 引起的运输挑战的影响。
   (3) 价格指数上升到一个很高的水平。
3. 地区制造业调查结果喜忧参半。费城和里士满联邦储备银行的调查显示地区经济有所增长，而纽约和达拉斯的调查则显示经济疲弱。

图 5 制造业和 ISM 制造业指数



数据来源：供应管理协会（ISM），美国联邦储备委员会。

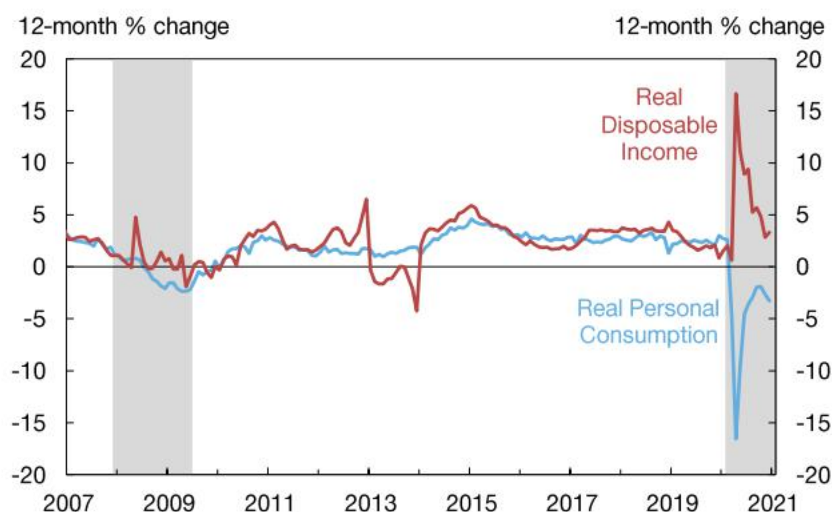
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

三. 家庭

（一）消费支出下滑而收入回升。

1. 实际个人消费支出（PCE）在 11 月下降 0.7%后，在 12 月又下降了 0.6%。
2. 实际可支配个人收入（DPI）在经历了两个月的下降后开始复苏，在 12 月增长了 0.2%。
3. 名义个人收入增长 0.6%，反映了补偿和转移性收入增加，而政府向企业提供的 PPP 贷款继续下降。
4. 个人储蓄率小幅上升至 13.7，这是自 4 月份峰值下降后的首次回升。

图 6 个人可支配收入和消费



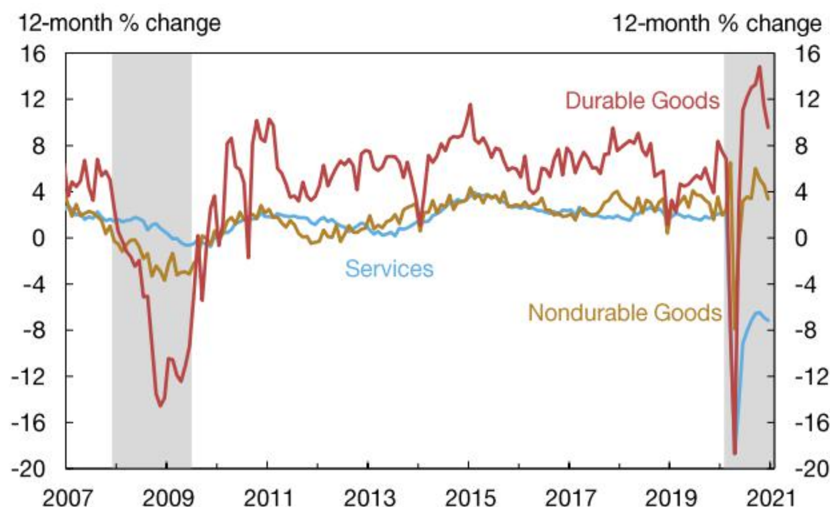
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）商品支出降幅大于服务支出。

1. 12 月份实际商品支出下降 1.4%，其中耐用品支出下降 1.3%，非耐用品支出下降 1.4%。
2. 与 2 月份的峰值相比，商品支出高出 5.3%，其中耐用品支出高出 9.9%，非耐用品高出 2.9%。
3. 12 月份服务支出下降了 0.2%，比 2 月份低 7.5%。

图 7 消费者支出



数据来源：世界大型企业联合会，密歇根大学。

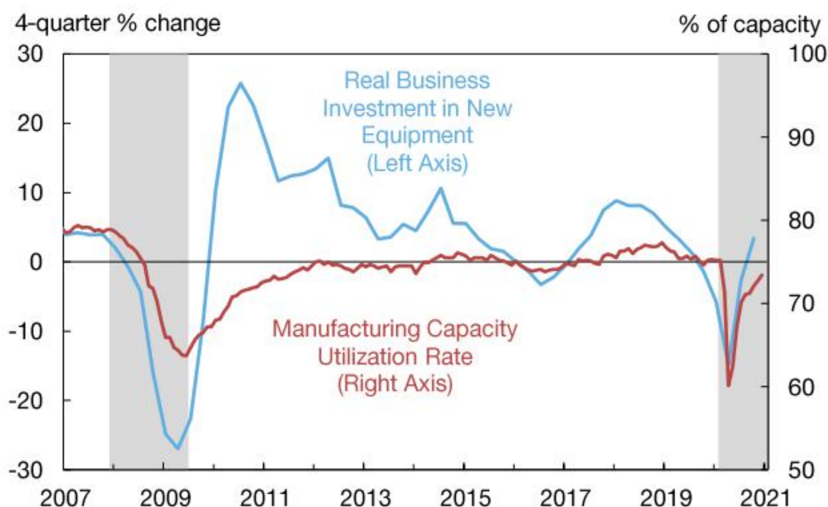
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

四. 商业部门

（一）2020 年第四季度设备支出再次强劲增长。

1. 实际商业设备投资在第三季度以 68.2%的年率大幅增长后，在第四季度以 24.9%的年率继续增长。四大类设备的支出都强劲增长，其中运输设备的增幅尤其明显。并且支出仍较上年同期增长了 3.4%。
2. 截至 12 月份的资本货物出货量数据表明，设备支出降进一步上升。
3. 设备支出的反弹帮助推高了制造业产量和产能利用率。即便如此，12 月份的产能利用率也仅为 73.4%，比长期均值（1972-2019）低 4.8 个百分点。

图 8 设备投资和产能利用



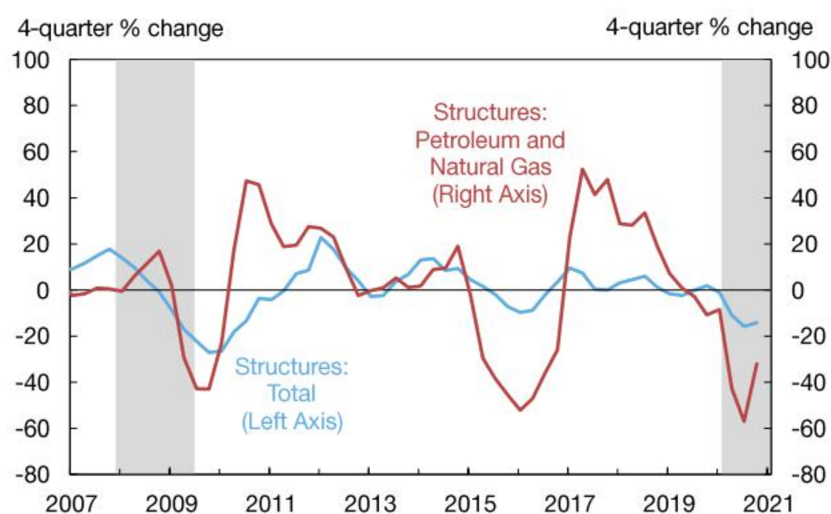
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）第四季度非住宅建筑支出上升。

1. 实际非住宅建筑投资增长 3.0%（折合成年率），这是自 2019 年第三季度以来的首次增长。此外，4 个季度变化仍然很低，为-14.1%。
   (1) 支出的增长集中在采矿勘探、竖井和油井三方面，都是从非常低的水平开始向上飙升。
2. 尽管第四季度出现反弹，但石油和天然气方面的建筑支出水平仍然很低。能源以外的建筑投资在最近几个季度也一直低迷或下降。
3. 非住宅建筑支出的月度数据也持续疲软。

图 9 非住宅建筑投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

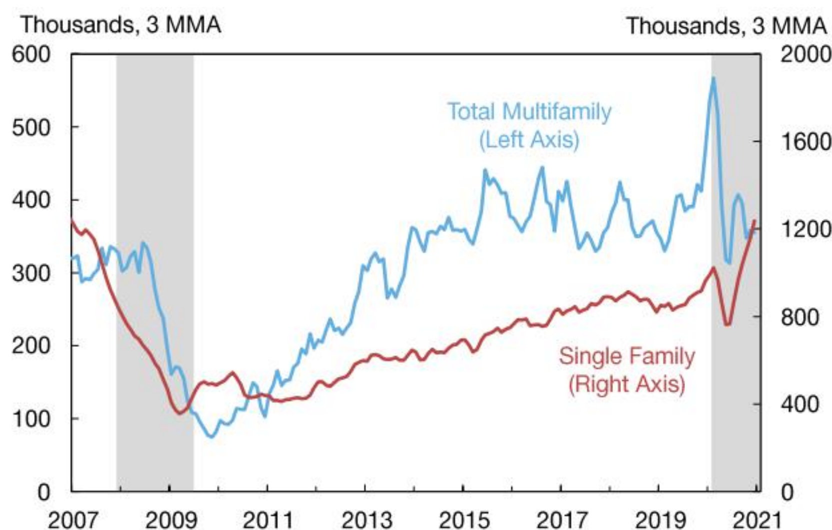
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

五. 房地产行业

（一）独户住宅开工率继续增长。

1. 12 月份房屋开工量上升 5.8%，其中独户住宅的增幅最大，同比上升 5.2%。同时，独户住宅的建筑许可证总量也有所增加。
2. 12 月份独户住宅开工量增长 12.0%，达到 133.8 万套（年率），同比增长 27.8%。并且，独户住宅 3 个月平均新屋开工量超过了最近的高点，达到了自 2006 年 12 月以来的最高水平。
3. 众所周知，多户住宅开工量波动很大，12 月下降了 13.6%，同比下降 38.7%。3 个月平均新屋开工量远低于 2020 年初的最高值。

图 10 房屋开工量



数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（四）12 月份房屋销售依然稳定。

1. 12 月份，现房销售增长 0.7%，至 600 万套，同比增长 23%。
2. 独户住宅新房销售增长 1.6%，至 84.2 万套，同比增长 15%。
3. 11 月和 12 月房屋销售增长放缓，可能与劳动力市场走势疲软有关。房屋销售远低于疫情前的水平。

图 11 新房屋和现有房屋的销售量



数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

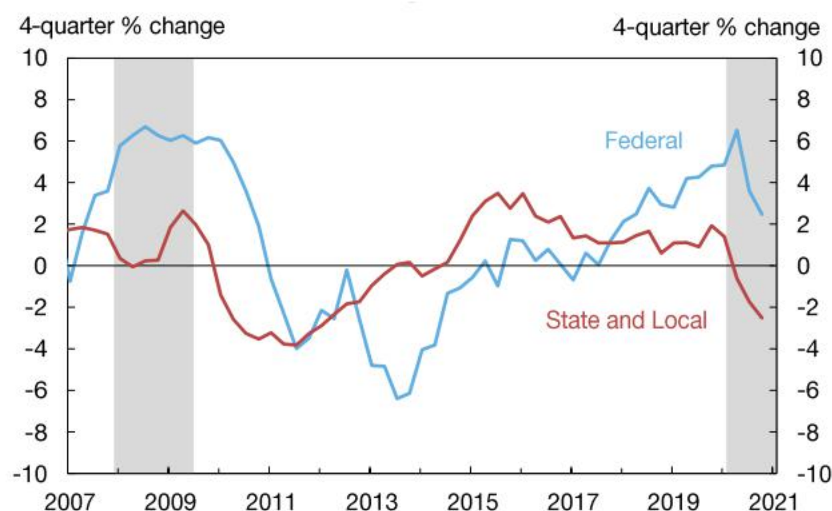
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

六. 政府部门

（一）**第四季度政府实际支出下降。**

1. 实际支出和总投资在第三和第四季度分别下降 1.2%和 0.3%。
2. 第四季度的联邦支出仍高于去年同期。
   (1) 4 季度变化为 2.5%，低于第三季度的 3.6%和第二季度的 6.5%。
   (2) 支付给银行用于处理和管理薪酬保护计划贷款申请的款项枯竭，从而降低了支出。
3. 州和地方政府的支出同比下降 2.5%，并且是收入不足导致支出下降。

图 12 美国联邦预算的收入和支出



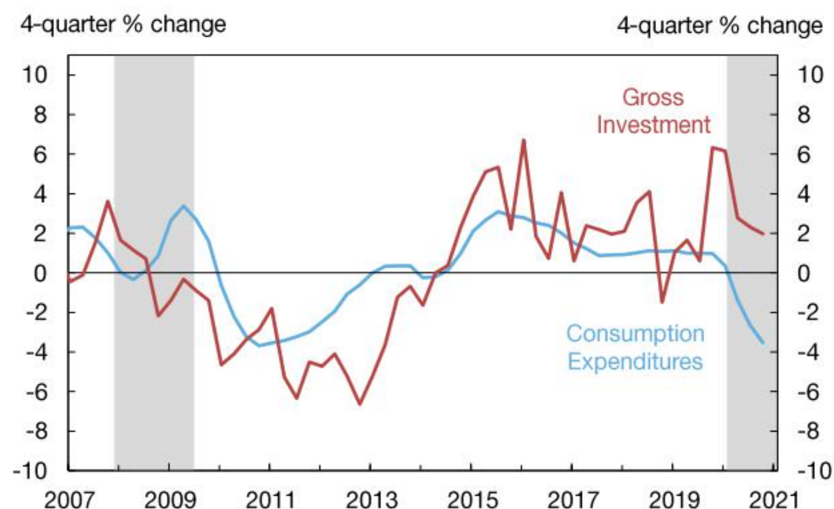
数据来源：美国财政部公报，经济分析局（BEA）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）**州和地方政府支出持续下降。**

1. 第四季度，州和地方政府的实际消费支出再次下降，同比下降 3.5%，其中消费支出主要由员工工资构成。
2. 2020 年投资的表现远好于消费。
   (1) 第四季度，投资支出同比增长 2.0%。
   (2) 投资类别按重要性依次为计算机等新设备、软件等知识产权产品和基础设施项目。

图 13 州和当地政府的实际消费和总投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

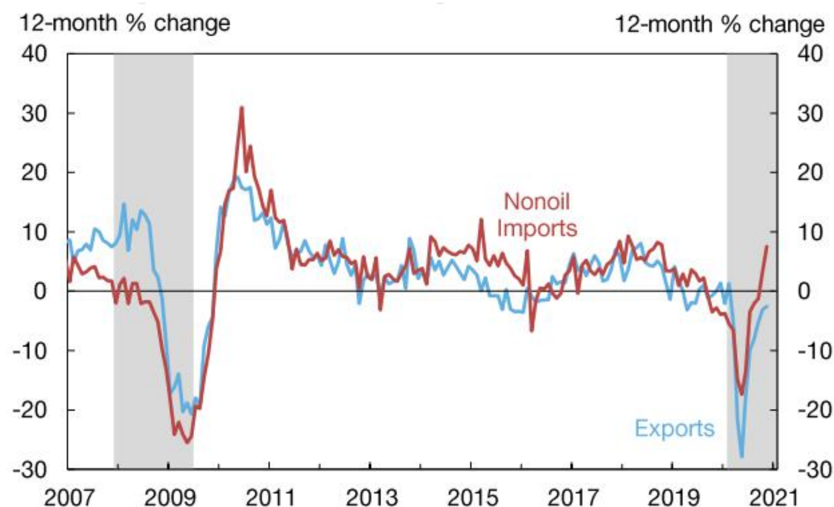
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

七. 国际进展

（一）12 月份贸易反弹。

1. 由于出口增长快于进口，12 月份贸易赤字缩小。但全年来看，商品和服务逆差扩大了 1000 亿美元。
2. 12 月份食品、资本货物、汽车和石油的实际出口都强劲增长，出口恢复到同比下降 1%的水平。
3. 各个行业的实际进口增长喜忧参半。
   (1) 工业用品、资本货物和汽车价格上涨。
   (2) 消费品价格下跌，但较去年同期仍是大幅上涨。
   (3) 进口同比上升 6%。

图 14 商品的实际出口和非石油进口



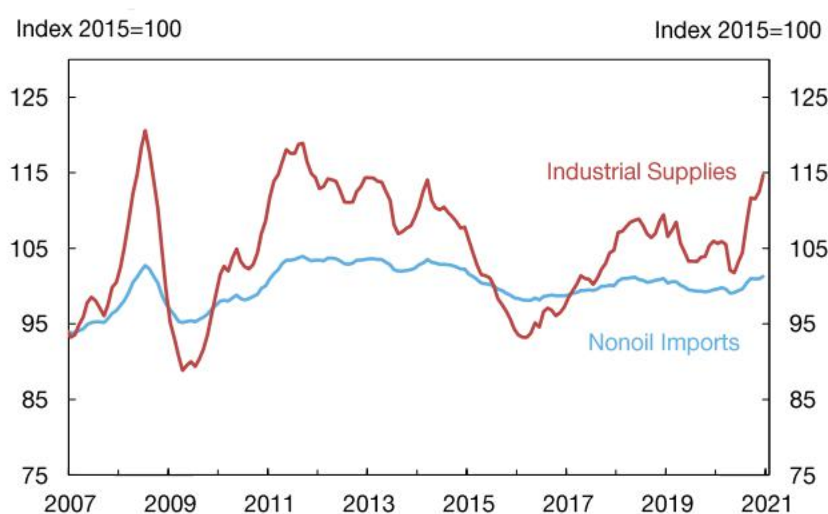
数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）大宗商品推高了进口价格。

1. 12 月份非石油进口价格同比上涨 1.8%。该指数在 2019 年下跌了 1.5%。
2. 从历史来看，进口价格的波动主要来自大宗商品。例如，工业供应价格在 2019 年下跌 3%，2020 年上涨 8%。
3. 即使在大宗商品价格波动的情况下，非石油指数在过去五年也基本保持稳定。非石油进口的通货膨胀率在过去五年的均值为 0.5%，过去十年的均值为 0.1%。

图 15 美国进口价格



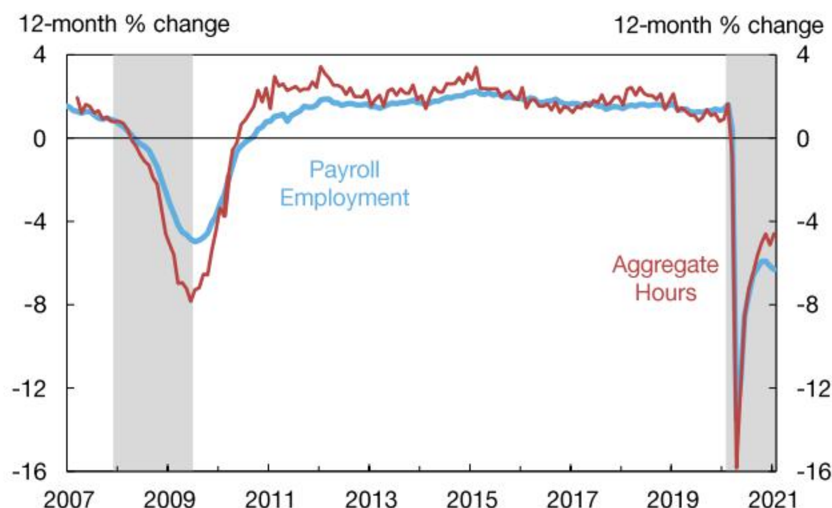
数据来源：美国劳工统计局。

八. 劳动力市场

（一）1 月份就业人数变化不大。

1. 1 月份非农就业人数增加了 4.9 万人。
   (1) 11 月和 12 月的就业人数增长被向下修正，总共下降了 160 万人。
   (2) 非农就业人数仍比 2 月份低 990 万人。
2. 私营部门雇用人数增加了 0.6 万人，服务业人数增加的一部分被商品生产部门的下降抵消。
3. 所有私营部门雇员的每周总工作时间上升了 0.9%。

图 16 就业情况和总工作时间



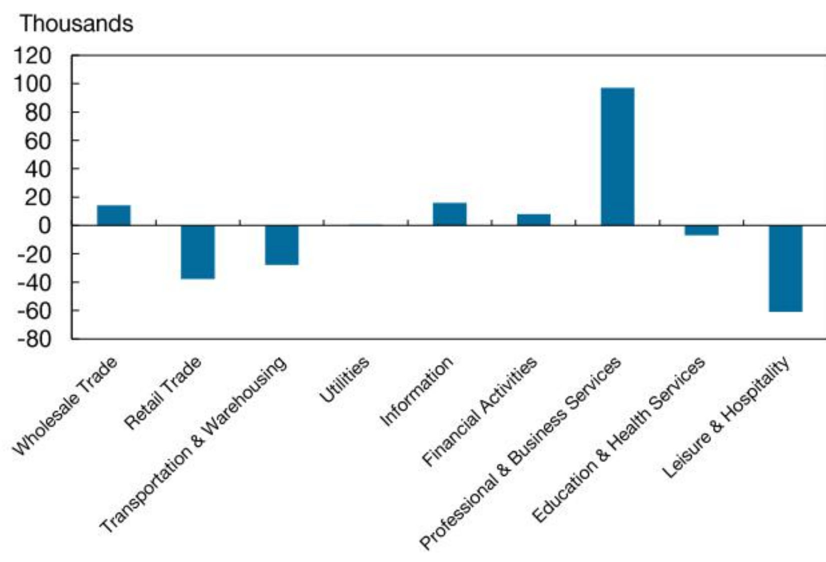
数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）1 月份高接触服务行业出现失业。

1. 1 月份私营服务业增加了 1 万个工作岗位。专业和商业服务业（+9.7 万人）与教育服务业（+3.4 万人）的增加被休闲和酒店行业（-6.1 万人）、零售贸易业（+3.8 万人）、保健和社会援助行业（+4.1 万人）以及运输和仓储业（+2.8 万人）的下降抵消。
2. 休闲、酒店和零售贸易行业的下降表明，劳动力市场持续受到 COVID-19 的影响。
3. 商品生产行业的工作岗位减少了 0.6 玩个个，并且损失集中在耐用品行业。

图 17 1 月份服务业就业变化

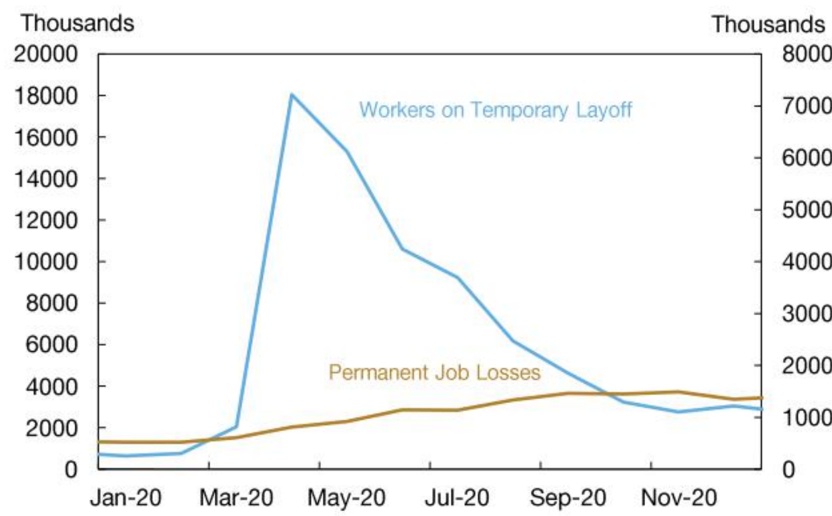


数据来源：劳工统计局（BLS）

（三）临时失业人数下降。

1. 1 月份，临时失业人数降至 270 万。永久失业人数与上月基本持平，为 350 万人。
2. 短期失业人数有所下降，其中失业不到 5 周的人数为 230 万，低于 12 月份的 290 万。但失业 27 周或更长时间的人数从 396 万增加到 402 万。
3. 失业持续时间的中位数从 12 月的 16.8 周下降到 1 月的 15.3 周。

图 18 暂时和永久失业工人



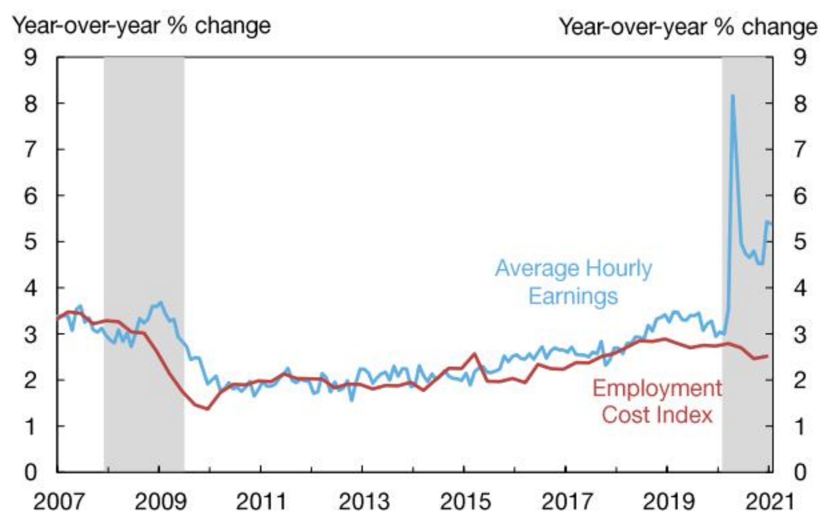
数据来源： 劳工统计局（BLS）

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（四）工资和薪金有所上升。

1. 1 月份平均时薪上涨 0.2%。以 12 个月为基准，平均时薪增长了 5.4%。但这些数据是有偏差的，因为失业集中在低工资行业。
2. 第四季度就业成本指数（ECI）上升了 0.7%。
   (1) 4 季度的变化为 2.5%。
   (2) 民工的工资同比上涨了 2.6%。
   (3) 控制职业和行业构成变化时，ECl 的增长率接近过去 3 年的平均水平。

图 19 平均时薪和雇佣成本指数的增长



数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

九. 通货膨胀

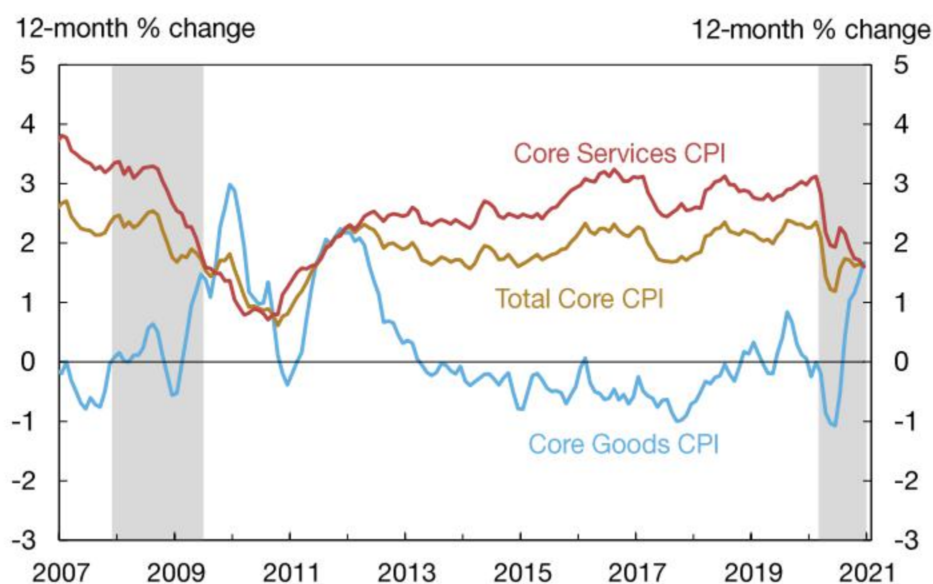
（一）1 月份核心 CPI 通胀仍然较低。

1. 核心 CPI 自 12 月份以来没有变化。1 月核心 CPI 同比上涨了 1.4%，但较 12 月份的 1.6%有所减速。
2. 核心服务业通胀仍然保持低水平，住房通胀率呈下降趋势。
   (1) 核心服务价格的 12 个月变化为 1.3%，低于 12 月份的 1.6%，也远低于 2 月份的 3.1%。

(2) 住房通货膨胀率从 2 月份的 3.3%下降到了 1.6%。

3. 核心商品通胀上升 1.7%，而 6 月份为-1.1%。

图 20 CPI 通胀率：核心商品和核心服务



数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

（二）2020 年耐用品通货膨胀有所回升。

1. 耐用品价格正以 1984 年以来最快的速度上涨。

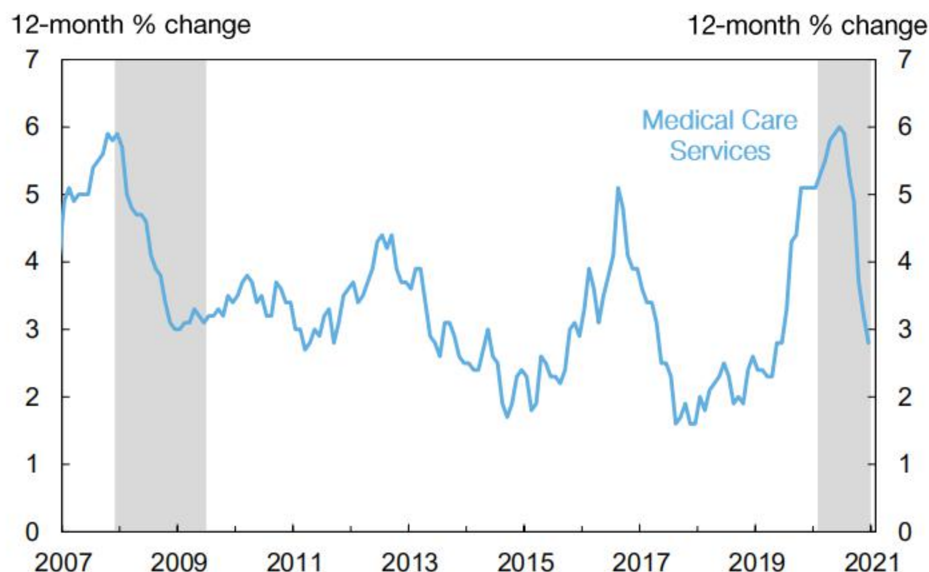
   (1) 12 月通胀率达到 3.9%，1 月份回落至 3.5%。

   (2) 2020 年的上升逆转了最近几年价格下降的趋势。

2. 耐用品通货膨胀的增加具有广泛的基础。主要的家用电器、家政用品、工具、新车辆和影视产品是通货膨胀增加的主要因素。

3. 值得注意的例外是家具和 IT 产品的通胀率保持稳定。

图 21 CPI 通胀：耐用品



数据来源：劳工统计局（BLS）。

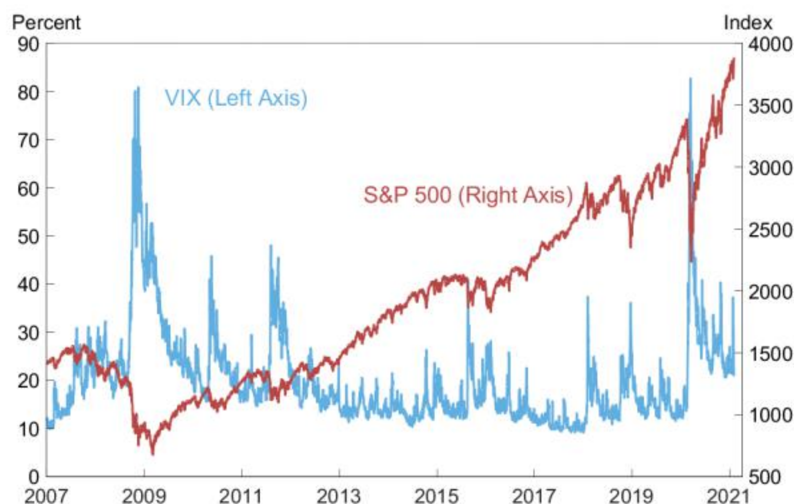
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

十. 金融市场

（一） 美国股市继续走高。

1. 美国股市持续上涨。标准普尔 500 指数在 1 月 8 日至 2 月 5 日期间上涨了 1.6%。该指数较 2020 年 3 月 23 日的近期低点上涨了 51%，并在 2 月 5 日收盘时创下历史新高。截至 2 月 5 日，该指数今年累计上涨 5.0%。
2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股票市场波动率仍处于高位。2 月 5 日 VIX 指数收于 20.87 点，与 1 月 8 日的 21.56 旗鼓相当，且仍高于 17.7 的历史中值。

图 22 美国股市指数和波动率



数据来源：彭博财经有限公司

（二）美元呈上升趋势。

1. 1 月 8 日至 2 月 5 日期间，美元兑一篮子全球货币的汇率上涨了 0.8%。同期美元兑欧元、日元和墨西哥比索分别升值 1.4%、1.4%和 0.4%。。
2. 自 2020 年 3 月 23 日以来，美元兑一篮子全球货币贬值了 13%。

图 23 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

（三）银行股表现落后于大盘。

1. KBW 纳斯达克银行指数显示，1 月 8 日至 2 月 5 日期间，银行股表现平稳。截至 2021 年 2 月 5 日，该指数自 2020 年 3 月 23 日以来上涨了 89%。
2. XLF 金融板块的 ETF 在 1 月 8 日至 2 月 5 日期间保持不变。截至 2021 年 2 月 5 日，该指数自 2020 年 3 月 23 日以来上涨了 75%。

图 24 美国银行股票表现



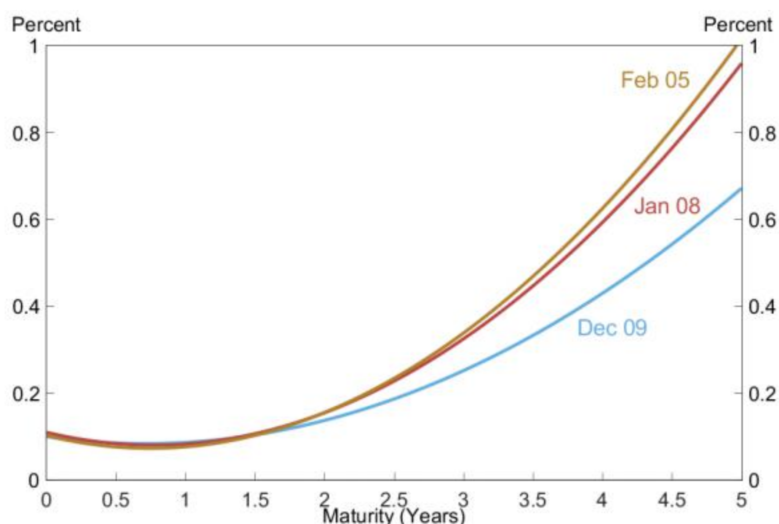
数据来源：彭博财经有限公司

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

（四）联邦基金的隐含路径走势平稳。

1. 在 1 月 8 日至 2 月 5 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径在短期内保持不变，但在较长期限下略有上升。
2. 市场隐含的联邦基金利率略低于联邦公开市场委员会（FOMC）对 2020 年 12 月以来的经济预测的中值，略高于和纽约联储从 2020 年 12 月开始对一级交易商调查结果的中值。

图 25 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司

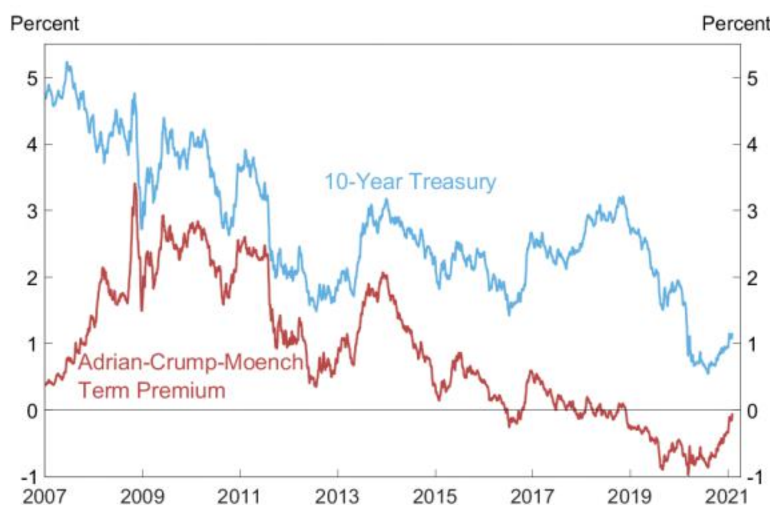
注：估计使用 OIS 报价。

（五）长期国债收益率上升。

1. 以 5 天移动均线计算，从 1 月 8 日至 2 月 5 日期间，10 年期美国国债收益率从 1.04%升至 1.16%。

2. 以 5 天移动平均线计算, 10 年期美国国债收益率较 2018 年 11 月 8 日的峰值低了 206 个基点。
3. 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，期限溢价也有所增加。以 5 天移动均线计算， 10 年期溢价在 1 月 8 日至 2 月 5 日上升约 18 个基点。

图 26 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

（六）盈亏平衡通胀率上升。

1. 市场隐含的基于 TIPS 的长期通胀预期（盈亏平衡，breakevens）开始走高。截至 2 月 5 日，5 至 10 年的盈亏平衡通胀率为 1.99%，以 5 天移动平均线计算，较上月增加了约 8 个基点。
2. 根据 Abrahams-Adrian-Crump-Moench 模型，通货膨胀风险溢价也有所增加。以 5 天移动平均线计算，预计的 5 至 10 年通货膨胀风险溢价增加了 7 个基点。 而该模型估计预期通胀基本没有变化。

图 27 5-10 年远期分解



数据来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

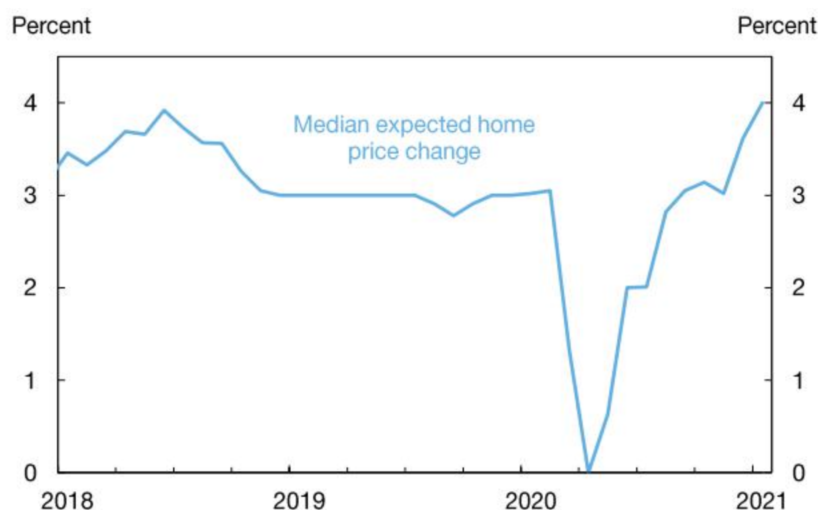
注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

十一. 特殊主题：消费者预期

（一）房价预期已经完全恢复。

1. 房价变化预期在疫情开始后急剧下降。2020 年 4 月，消费者预期调查中提出的未来一年房价变化预期达到了 0%的一系列低点。
2. 房价变化预期在 2020 年夏季反弹。房价变动预期中值在到达 4 月低点之后迅速反弹，回到 2020 年 9 月 COVID-19 爆发前的水平。
3. 近几个月来，房价变动预期进一步上升。在过去两个月里，房价预期中值升至 7 年未见的水平。

图 28 房价预期

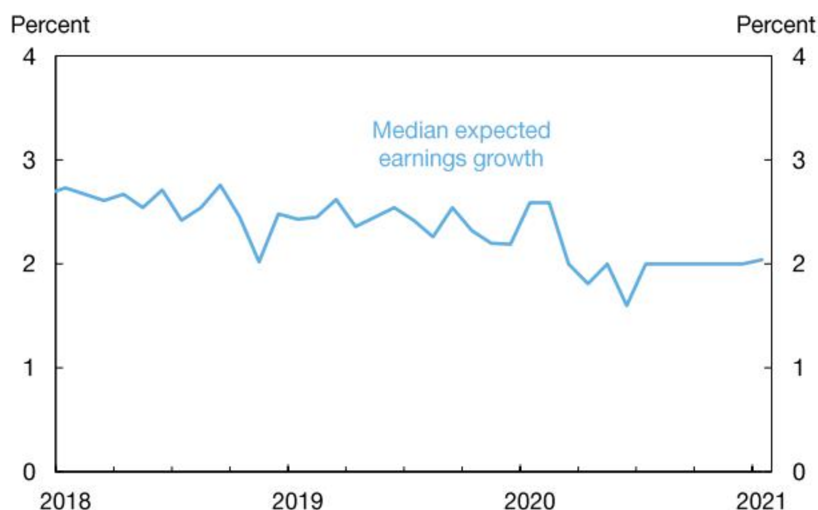


数据来源：纽约联储消费者预期调查（SCE）。

（二）收入增长预期依然低迷。

1. 家庭收入增长预期在疫情开始时急剧下降。消费者预期调查得出的未来一年的预期收入增长中值从 2020 年 2 月的 2.6%降至 2020 年 6 月的 1.6%。
2. 收入增长预期一直处于低水平。在经历了部分反弹后，过去 6 个月的预期盈利增长中值保持在 2.0%。

图 29 收入增长预期



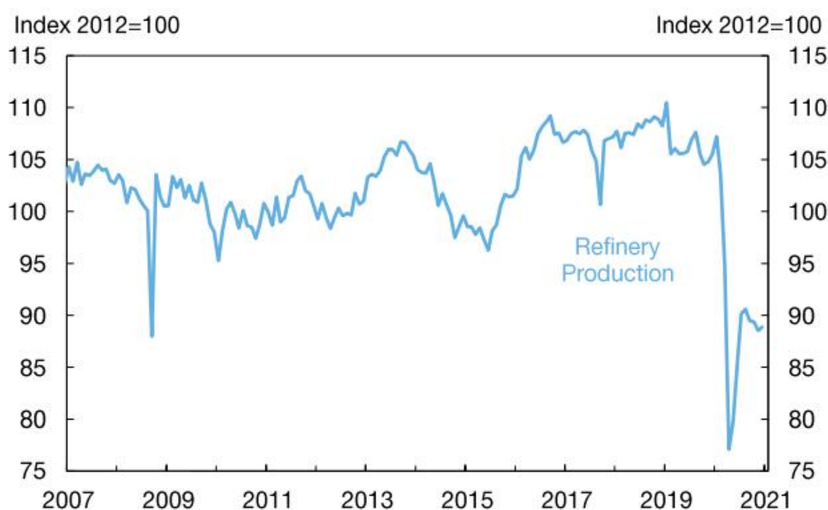
数据来源：纽约联储消费者预期调查（SCE）。

十二. 特殊主题：美国石油工业

（一）2020 年美国石油需求大幅下降。

1. 美国炼油厂的产量（代表需求）在 2020 年下降了 15%，其中第二季度的产量同比下降了 25%。
2. 石油需求的恢复速度没有 GDP 快。2020 年第四季度，GDP 同比下降 2.5%，而炼油产量下降 15%。
3. 航空燃油拖累了总石油消耗。在第四季度，汽油和柴油产量都同比下降了约 10%，而航空燃油产量下降了 45%

图 28 美国石油需求

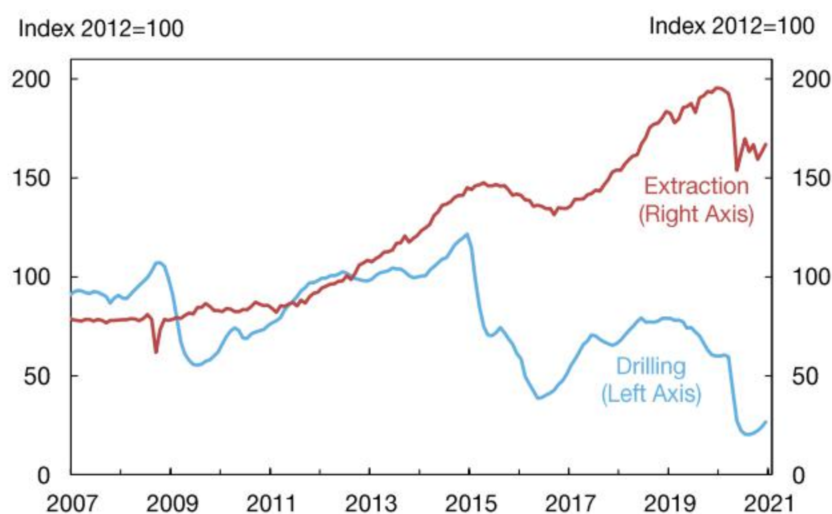


数据来源：人口普查局。

（二）美国原油行业在 2020 年陷入困境。

1. 2020 年原油开采量下降了 8%。
   (1) 第一季度产量同比增长 8%，但第二季度和第三季度下降了 10%，第四季度下降了 15%。
   (2) 原油库存在 2020 年年中大幅上升，但此后呈下降趋势。
2. 当油价下跌时，公司会削减开支以保存现金流。
   (1) 第三季度的钻井量同比下降了 70%。
   (2) 最近的油价上涨引起了小幅反弹，2020 年 12 月石油价格下跌了 55%。
3. 自 2020 年 11 月以来的油价上涨缓解了现金流问题，但由于需求持续疲软，原油开采仍受到限制。钻井数量的减少将会降低美国公司对需求复苏的反应速度。

图 29 美国原油行业



数据来源：人口普查局。

本文原题名为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是为了维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2020 年 2 月刊于 newyorkfed 官网。单击此处可以访问原文链接。

为什么特朗普的美中第一阶段贸易协定失败了

Chad P. Bown/文 母雅瑞/编译

导读：拜登政府计划审查唐纳德·特朗普总统在 2019 年底与中国达成的第一阶段贸易协定，这笔交易在很大程度上来说是失败的。而该协定的核心内容是，中国承诺将在 2020-2021 年再购买 2000 亿美元的美国商品和服务。编译如下：

拜登政府计划审查唐纳德·特朗普总统在 2019 年底与中国达成的第一阶段贸易协定。这笔交易在很大程度上来说是失败的。而该协定的核心内容是，中国承诺将在 2020-2021 年再购买 2000 亿美元的美国商品和服务。

根据该协议第一年的约定，事实证明中国从未按期兑现这一承诺，新冠肺炎造成的经济破坏只是部分原因。美国正在试图通过管理贸易来满足特朗普政府减少双边贸易逆差的目标，但这从一开始就是弄巧成拙。中国和美国都不愿意缓和他们之间的关税战争，而这对双方都没有帮助。

然而，第一阶段的贸易协定不应该被撕毁。中国承诺将减少与食品安全有关的非关税壁垒，并开放外国投资，这些都是值得保留和发展的措施。如果中国同意制定相应措施打击侵犯知识产权、强制技术转让且不给予充分补偿等行为，美国将从中获益。

但减少双边贸易逆差这一政策目标是可疑的，也就是特朗普政府达成的第一阶段贸易协议的核心，它应该被取消。这种强制购买的承诺只会在志同道合的国家心中种下不信任的种子，美国新上任的政府必须与这些国家一起共同努力解决它们对中国的疑虑。

将中国 2020 年和 2019 年的一期采购进行比较，这与法律协议无关

实际上，2020 年中国确实从美国进口了更多的一期商品，比前一年相比，进口增加了 13%（见图 10） 。这也远高于中国从世界其他国家地区进口相同商品的增长。

图 1　2020 年，中国从美国进口一期商品的速度比从世界其他地方进口的速度更快

(图中为 2009-2020 年中国从美国及世界其他国家进口的一期商品，单位是指数，2017 年时为 100)



数据来源：作者基于中国海关数据构建。

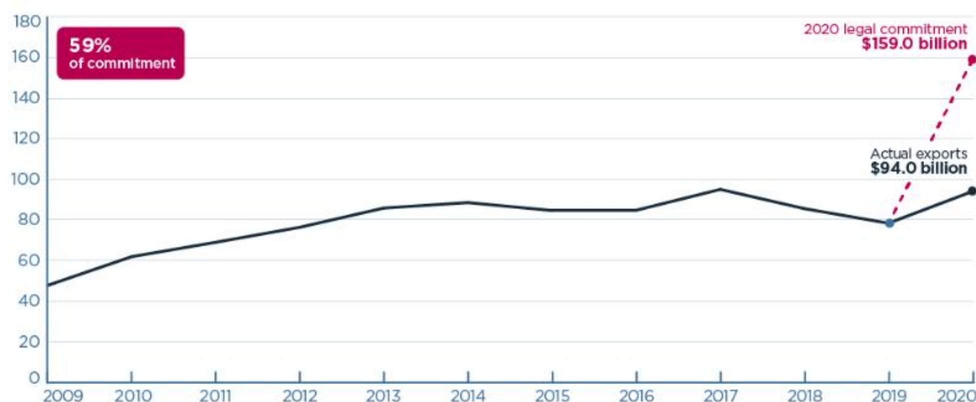
注：“2020 法律承诺” 涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

虽然这两种比较在经济上是有意义的，但是，对于第一阶段的法律贸易协议来说，这两种比较是无关紧要的。2019 年美国对华出口极低，部分原因是中国对特朗普的贸易战征收了报复性的关税。2018 年美国对中国的出口比 2017 年下降了 10%，2019 年又下降 8.5%。因此，在关税持续升级的威胁下，特朗普政府说服中国承诺在 2017 年（而非 2019 年）贸易基准的基础上，额外购买 2000 亿美元的美国商品和服务，具体金额分别在 2020 年和 2021 年购买。

相对于这一精确的法律承诺，美国在 2020 年向中国出口的一期产品，与目标相比，大幅下降了 40%以上（见图 2）。

图 2　贸易战损害了美国对中国的商品出口，远低于 2020 年第一阶段的目标

(图中为 2009-2020 年，美国向中国出口第一阶段协议涵盖的产品，单位为十亿美元)



数据来源：作者根据美国人口普查数据构建。

注：“2020 法律承诺” 涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

美国制造业在贸易战中遭受重创，至今仍未恢复

特朗普总统称他的贸易政策旨在帮助美国制造业，并指出中国在商品方面的巨额双边贸易顺差是个问题。他还抱怨称，中国政府正在迫使美国公司把技术和制造转移到中国，而不是将商品从美国出口。他愤怒的原因还包括中国对汽车征收了更高的关税，以及对钢铁和铝进行了补贴，这将美国公司挤出了出口市场。尽管其中一些抱怨是有道理的，但特朗普挑起贸易战，然后以要求购买承诺来解决问题的做法无助于困难的解决，甚至适得其反。

2009 年至 2017 年，美国制造业对中国的出口几乎翻了一番，但从 2018 年下半年起，出口增速趋于平缓，且在 2019 年下降了 11%（见图 3）。这在一定程度上是中国报复特朗普关税的结果。但在第一阶段贸易协议的第一年，美国制造业出口继续受到影响，又下降了 5%。总体而言，它们比 2020 年的法律承诺少了 43%，比贸易战前的水平还低了 14%以上。由于制造业占采购承诺所涵盖的所有商品价值的 70%，这一差额基本上显示了需要达到的总目标会令人失望。

图 3 贸易战尤其损害了美国对中国的制造业出口，其出口远低于 2020 年第一阶段贸易协定的目标

(第一阶段协议涵盖了美国对中国的制造业出口，单位为十亿美元)

a.所有制造业商品





数据来源：作者根据美国人口普查数据构建。

注：“2020 法律承诺”涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。“预估采购目标”是根据 2017 年该产品在美国对华出口承诺商品中所占份额划分的。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

美国的汽车行业很好地说明了，即使是临时性的贸易战，提高关税政策也会造成长期的损害。2017 年，中国已成为美国汽车的第二大出口市场。然后，在 2018 年 7 月，中国采取了报复行动，对美国汽车征收了 25%的关税。（中国同时降低了从世界其他国家进口汽车的关税，这是一种精明的经济策略。）美国对中国的出口下降了超过三分之一（见图 3）。特斯拉加快了在上海建设新工厂的步伐，称特朗普对汽车零部件征收的关税、中国对汽车的报复性措施，以及由此产生的不确定的贸易局面，使其在美国生产、面向中国出售的电动汽车不再具有竞争力。出于类似的原因，宝马（BMW）将一些面向中国的生产线转移出了南卡罗来纳州。到 2020 年底，美国的汽车出口仍未恢复。

对于购买承诺这一措施在政策制定方面的局限性，飞机行业提供了另一个警示。波音公司是历史上对中国的大型出口商，在贸易战期间，波音飞机没有面临中国的报复。然而，在波音 737 MAX 飞机发生两起坠机事故后，销售额从 2018 年的超过 180 亿美元，下降到了 2019 年的不足 110 亿美元。（该机型在 2019 年 3 月至 2020 年 12 月期间在全球停飞，波音公司在 2020 年 1 月至 5 月期间停

产。）2020 年 4 月，中国取消了未交付飞机的采购订单。美国 2020 年的飞机出口仅为 46 亿美元，不到预计目标的五分之一。

半导体和半导体制造设备也提供了不同的教训。到 2020 年，高科技行业的出口超过了他们预计的目标，但超过预期的原因也可能与第一阶段贸易协议的法律承诺无关。2019 年和 2020 年，美国以国家安全担忧为由，宣布将很快限制半导体及其设备的出口。出口加速的部分原因是，据报道，华为（Huawei）和中芯国际（SMIC）等中国买家在 2020 年囤积了大量库存，他们预计美国的出口控制政策将很快切断对半导体及其设备的出口。

另一个（出口）好的方面是 2020 年美国向中国销售的医疗产品。尽管全球经济环境充满了挑战，但新冠肺炎引发的需求可能有助于经济的持续增长。

美国农业也受到了贸易战影响，但得到了政府发放的相关补贴，随后其出口逐渐恢复

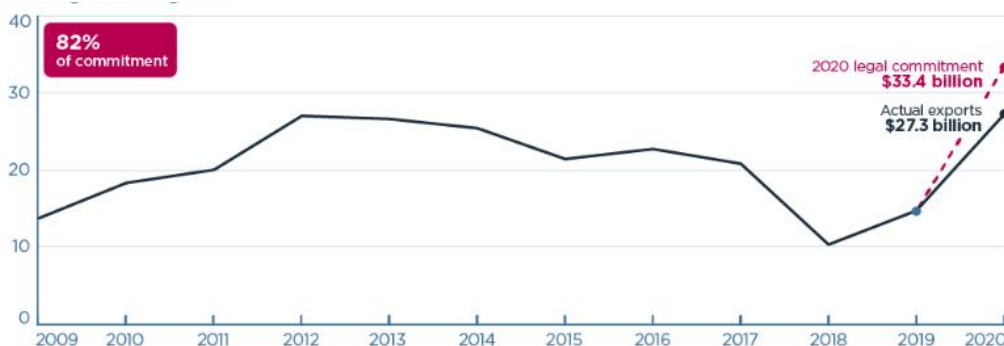
长期以来，中国一直是美国大豆等农产品出口的重要市场。2017 年美国对华出口仍保持强劲的趋势，尽管略低于 2012-2014 年的峰值年，导致这一点的部分原因是，全球范围内玉米和小麦等某些大宗商品价格的上涨。

但与制造业一样，贸易战摧毁了美国对中国的农产品销售。2018 年出口减少了一半，2019 年的出口仍比 2017 年下降了近 30%（见图 4）。作为回应，特朗普政府在 2018 年和 2019 年向农民发放了数百亿美元纳税人资助的联邦补贴，这一措施从未在制造行业中实施过。据美国农业部估计，2019 年美国政府补贴的农业收入比 2017 年高出了 11%，达到 2014 年以来的最高水平。

图 4 美国对中国农产品出口在贸易战期间受到影响，后来有所恢复，但中国没有履行 2020 年的法定承诺

（图中为第一阶段贸易协议涵盖的美国对中国的农产品的出口，单位为十亿美元）

a.所有农产品



b.农产品类别



数据来源：作者根据美国人口普查数据构建。

注："2020 法律承诺"涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。"预估采购目标"是根据 2017 年该产品在美国对华出口承诺商品中所占份额划分的。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

总体而言，中国确实在 2020 年提高了农产品的购买量，到 9 月已恢复到 2017 年的水平。然而，美国农产品的出口比 2020 年的法律承诺少了 18%，也远低于特朗普政府的政治抱负。特朗普政府吹嘘该协议只是中国帮助美国农民的开始，吹嘘中国已经同意在相当大的购买承诺的基础上，努力每年再购买 50 亿美元。但在 2020 年，中国没有。

在贸易战之前，大豆占美国对华农产品出口的近 60%，是首批被中国征收 25%报复性关税的产品之一。随着中国转向巴西和阿根廷，美国的出口从 2017 年的 120 亿美元下降到一年后的 30 亿美元。尽管特朗普总统从 2018 年底就开始反复保证，中国将很快重返大豆市场，美国农民正被迫以创纪录的数量囤积大豆，但 2019 年的销售仍比 2017 年低三分之一以上。2019 年，中国对动物饲料的需求减少，部分原因是非洲猪瘟的毁灭性爆发，这使世界上最大的猪群减少了 40%。直到 2020 年，随着中国生猪数量的恢复，美国大豆的出口才再次回升，达到了贸易战前的水平（尽管没有达到预计的目标）。

想想猪肉。在第一阶段贸易协议签署之前，2019 年，中国开始从美国进口更多的猪肉，以解决当地猪肉短缺的问题。中国猪肉短缺的问题非常严重，2020 年中国从世界其他地方进口的猪肉也比 2017 年的水平高出 500%以上。

美国其它一些农产品的出口也超过了 2020 年的预期目标，包括玉米和小麦。中国开始遵守 2019 年世界贸易组织（WTO）针对其未完成关税配额的争端达成的解决裁定；与 2017 年相比，2020 年中国从世界其他国家进口的玉米和小麦分别增长了 340%和 280%。2020 年美国对中国的棉花销售也有所改善，高粱也从贸易战关税的影响中恢复过来。

但是许多其他的食品产品并没有恢复。2020 年美国对中国龙虾出口仍比 2017 年下降 18%。中国在贸易战期间对美国的龙虾征收关税，并通过降低加拿大和其他国家的龙虾关税，鼓励中国消费者转向其他供应商。（与 2017 年相比，2020 年中国从世界其他国家地区的龙虾进口增长了近 250%。）缅因州的龙虾产业遭受了损失，但却没有资格获得美国农业部 2018 年和 2019 年数百亿美元的贸易战补贴。特朗普政府只是在 2020 年大选前夕才向其提供补贴。

能源承诺是一个谜

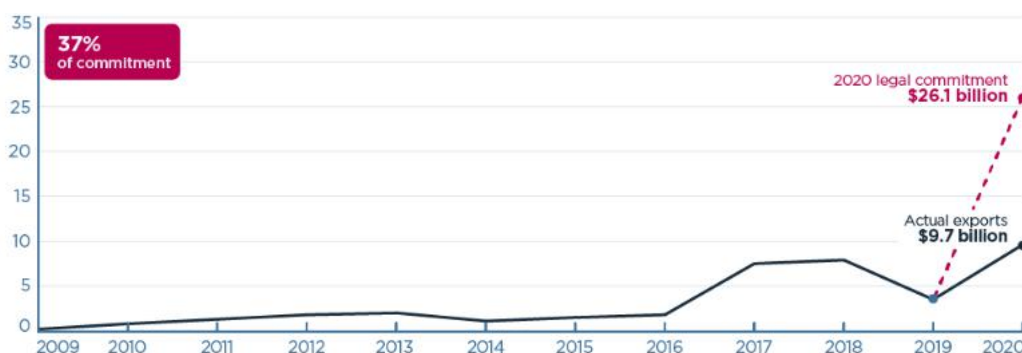
在第一阶段的贸易协议中，能源仅占全部货物的 8%，但其也存在矛盾。在三类商品中，美国对中国的能源出口表现最差（见图 5），不到 2020 年法律承

诺的 40%。低油价阻碍了以美元为衡量的出口承诺，而不是以数量（如石油桶数）为衡量的出口承诺。另一方面，2020 年原油和液化天然气的出口表现甚至比 2017 年的水平都要高得多，因为它们都是从贸易战前非常低的基线开始的。

图 5 美国对中国能源的出口，法律承诺是不切实际的

（图中为第一阶段贸易协议涵盖的美国对中国能源的出口，单位为十亿美元）

a.所有能源



b.能源类别



数据来源：作者根据美国人口普查数据构建。

注：“2020 法律承诺”涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。“预估采购目标”是根据 2017 年该产品占美国对华采购承诺商品出口总额的比例分摊而成。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

然而，第一阶段贸易协议中巨额的能源购买承诺给政策制定者带来了至少两个额外的问题。首先是法律诚信。据彭博社（Bloomberg）报道，在协议签署后，

美国政府才从美国工业界了解到，美国缺乏实现目标的产能。如果美国工业缺乏短期供应能力，那么消费者购买不足，是否应当承担责任？

其次是对气候变化的担忧。这些不切实际的目标只针对原油、液化天然气、煤炭和精炼产品。特朗普政府并不认同气候问题。但拜登（Joseph R. Biden Jr.）总统在他政府会议的第一天就重新加入了关于气候变化的《巴黎协定》（Paris Agreement），并把减缓气候变化列为优先事项，这可能会对化石燃料的出口产生影响。

宏观经济背景下的贸易战和第一阶段贸易协议

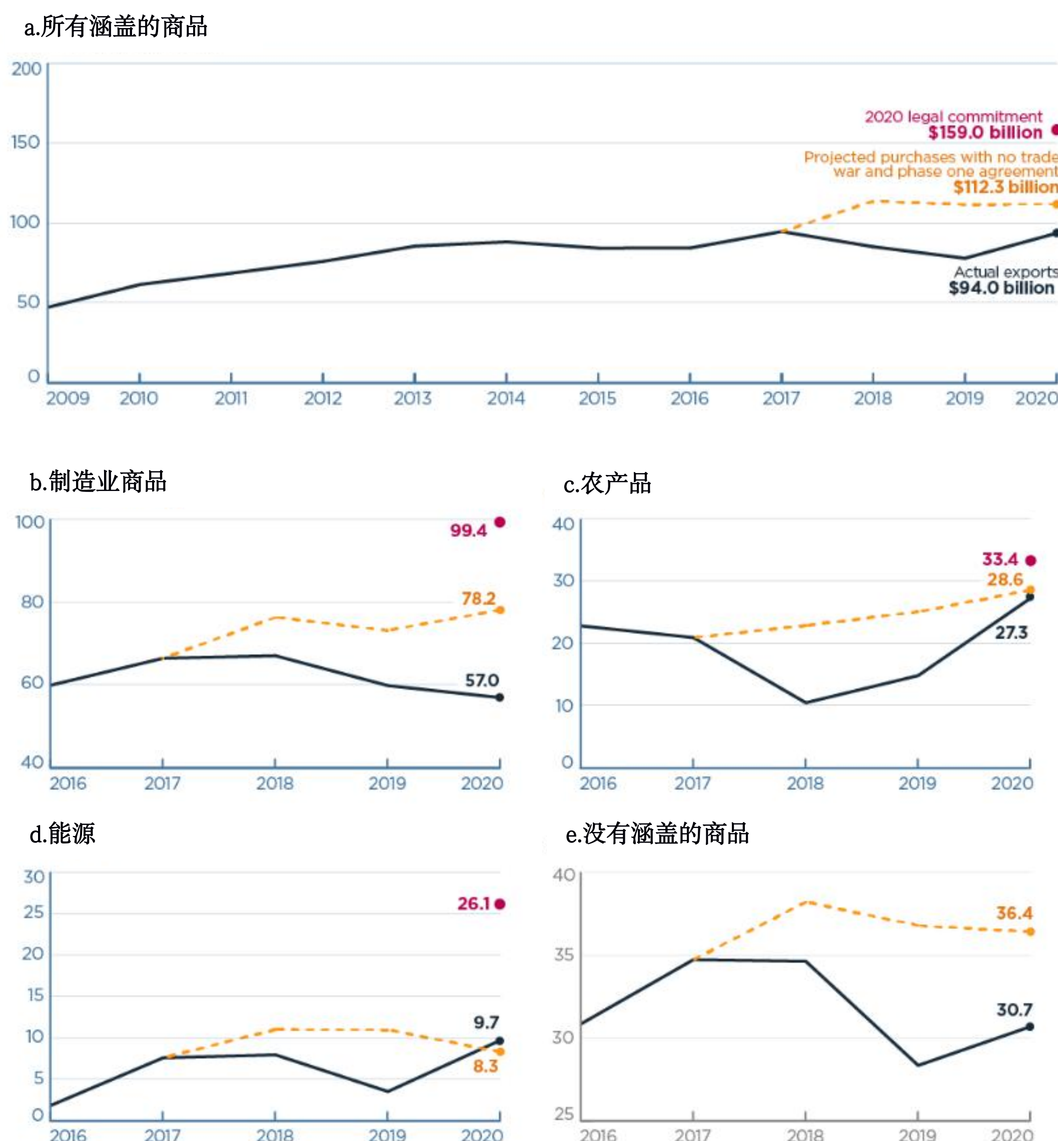
COVID-19 病毒的大流行是否毁掉了第一阶段的贸易协议？美国经济陷入衰退，国内生产总值在 2020 年收缩了 3.5%。中国是第一个受到疫情冲击的国家，但中国经济的复苏速度更快、势头更强劲，中国 2020 年国内生产总值（GDP）增长了 2.3%。根据世界贸易监测，中国的进口在 6 月达到了病毒流行前的水平；世界其他国家的贸易直到 2020 年底才有所恢复。

当然，我们也永远不会知道，如果没有贸易战和第一阶段贸易协议，世界经济会是什么样子。但是，如果美国在 2018-2020 年对中国出口的商品的增长速度，与中国从世界各地进口相同商品的增长速度相同，情况又会如何呢？（2009 年至 2017 年，中国从美国和世界其他国家的进口大致同步增长；再次参见图 1。）

没有美中贸易战争，美国对中国的出口最终会比 2020 年的实际水平高出约 19%（见图 6）。美国也不会遭受这些出口损失，2018 年美国对中国的销售额比实际水平高出 290 亿美元（33%），而 2019 年将高出 340 亿美元（43%）。如果没有出口损失，美国的纳税人也不需要为数百亿美元的农业补贴提供资金。

图 6 如果没有贸易战和第一阶段贸易协议会怎样？

（图中为美国向中国出口的第一阶段贸易协议所涉及的产品，单位为十亿美元）



数据来源：作者根据美国人口普查数据构建。

注：“2020 法律承诺”涵盖的产品类别载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。“不打贸易战和第一阶段协议的预计采购”是基于 2018 年、2019 年和 2020 年中国从世界同类产品的进口来预测美国的出口。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

从更广泛的角度来看，贸易战的代价十分高昂。正如经济学家大量记录的那样，关税提高了价格，损害了美国消费者的利益。由于关税，美国公司（不仅仅是出口商）面临着更高的投入成本，损害了美国公司的竞争力，减少了就业和销售量。少数行业和工人可能从中受益，但其对美国经济的总体损害是无可争辩的。

未涵盖商品的谜团挥之不去

奇怪的是，第一阶段贸易协议中的购买承诺并未涵盖 2017 年剩下的美国对华出口商品的 27%。中国也没有动力在 2020 年从美国购买这些商品，因为这些商品的购买不会被计入购买承诺之中。

不出所料，美国对中国出口的未覆盖产品的表现甚至比覆盖产品还要糟糕（见图 6）。特朗普政府可能认为这些商品不重要，事实上，在价值最高的 20 种未覆盖的产品中，有 9 种包含“废料”或“废料”字样，或在产品说明书中没有注明或注明。但这些出口的下降只是一对一地抵消了相关产品出口的增长。它们在交易中被遗漏仍是个谜。

美国需要一个新的对华政策

中美贸易协议签订第一年的教训是，购买承诺没有起作用。展望第二年，去年表现良好的一些产品可能会在 2021 年供不应求。一旦库存得到补充，中国是否会继续加快购买大豆？一旦国内猪肉数量恢复，中国还会进口同样多的猪肉吗？随着美国出口管制开始生效，中国是否会被切断与美国半导体及其设备的联系?中国是否会减少对美国棉花的需求，因为 2021 年 1 月 13 日起，中国禁止从新疆进口美国棉花，这是否意味着中国国内棉花的供应量增加？作为脱碳政策的一部分，拜登政府会寻求减少碳密集型能源的生产和出口吗？

第一阶段贸易的协议从来都不是解决美中贸易关系问题的长期良方。试图以制定采购目标和减少双边赤字的意图来管理贸易是错误的做法。中国的经济体系与美国、欧盟、日本等以市场为导向的经济体之间的矛盾会产生高昂的代价，解决这种矛盾是必要的。

第一阶段贸易协定的其他积极部分，如中国消除技术性贸易壁垒、市场化改革的初步步骤以及额外的市场准入，这些可以成为未来中国贸易进展的基础。例如，美国应该敦促中国做出更多的承诺，永久取消对美国出口商品的报复性关税，并约束其在 2018 年和 2019 年实施的最惠国（MFN）关税削减。拜登所领导的贸易团队应该关注欧盟最近签署的欧中全面投资协议（CAI）。它取得了许多与美国和中国达成第一阶段贸易协议相同的成果，包括新的金融服务市场准入，以及中国的一些不强行转让技术的承诺——这是在不引发贸易战的情况下取得的成就。

事实上，欧盟对中国的出口增长迅速。即使中美的第一阶段贸易协议将中国的关注点限制在了协议所涵盖的美国重点产品上，2020 年中国从欧盟的进口最终也比 2017 年高出 21%（见图 7）。而 2020 年中国从美国的进口减少了 8%，加上美国出口商在 2018 年和 2019 年遭受的所有损失。

图 7 欧盟与中国签署了一项投资协议，其出口没有受到贸易战的影响

(图中为中国从欧盟和美国进口相同产品，单位为十亿美元)

a.所有涵盖的商品



b.制造业产品



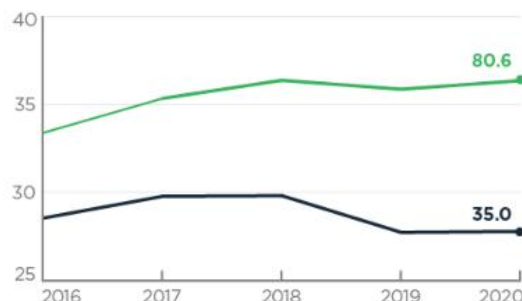
c.农业产品



d.能源



e.其他未涵盖的产品



数据来源：作者基于中国海关数据构建。

注：“2020 法律承诺”涵盖的产品类别及未覆盖产品载于《中华人民共和国和美利坚合众国经济贸易协定》附件 6.1。由于 2017 年中国进口的基准水平与美国出口不同，法律承诺与本博客的其他数据不同。中美贸易战始于 2018 年 7 月，第一阶段贸易协议于 2020 年 1 月签署。

然而，即使有了中欧全面投资协定（CAI），欧洲人也认识到与中国的核心问题不能通过双边途径解决。世贸组织贸易总干事萨宾·韦兰（Sabine Weyand）最近表示，他们正在考虑与美国、日本以及其他有类似想法的国家合作，就更新

WTO 规则达成一致。其中包括工业补贴的规定，这是一个棘手的问题，这一问题无论是美国还是欧盟都无法通过各自的协议与中国解决。

换句话说，只有一群国家共同努力，共同承担责任，才能与中国取得进展。对美国来说，采购承诺既不利于合作，是一种脱离经济现实的政策选择。

本文原题名为“Anatomy Of A Flop: Why Trump's US-China Phase One Trade Deal Fell Short”。本文作者 Chad P. Bown 是研究员。本文于 2021 年 2 月 8 日发表在 PIIE（彼得森国际经济研究所）的“贸易和投资政策观察”板块上。单击此处可以访问原文链接。

拜登刺激计划充满雄心壮志，但也带来巨大风险

Lawrence H. Summers/文　　陈之宸/编译

导读：本文摘自 Lawrence H. Summers 2021 年 2 月 5 日在华盛顿邮报（The Washington Post）上发表的文章。编译如下：

美国总统拜登的 1.9 万亿美元的新冠疫情救助计划，加上新一届政府在去年 12 月通过的国会刺激措施，也许将会成为美国历史上最大胆的宏观经济刺激政策。这项计划的雄心、对正统紧缩政策的背离、对降低经济不平等的承诺都是令人钦佩的。在特朗普政府最后几个月无谓的拖延之后，为遭疫情影响的人们提供安全网、对疫苗及检测进行投资迫在眉睫。

然而，大胆的措施需要对政策带来的风险和如何降低政策风险进行认真考虑。虽然为因疫情而遭受经济损失的人提供救济、投资于疫情防控、提振消费者需求这些观点有理有据，但许多政策讨论并未完全考虑救助计划的数量级大小。

我同意“进步经济学家（progressive economists）”的普遍共识，那就是如果奥巴马政府能够在 2009 年初立法以更大的财政刺激计划应对大衰退，那会好得多。将 2009 刺激计划与现在的提案进行比较具有启发意义。 在 2009 年，实际与估计潜在产出水平之间的差距为每月约 800 亿美元，并且呈现扩大趋势。2009 刺激计划在 2009 年内每月增加了 300 亿至 400 亿美元，大约相当于产出缺口的一半。

相比之下，国会预算办公室最近的估算表明，对于已经实施的 9000 亿美元一揽子计划，在没有任何新的刺激措施的情况下，实际产出与潜在产出之间的差距将从今年年初的每月约 500 亿美元下降到年末每月约 200 亿美元。在不考虑任何后续政策的情况下，这轮刺激计划总计每月将达到 1500 亿美元左右，这至少是产出缺口的三倍。

换句话说，奥巴马刺激计划的数额大约是产出缺口的一半，但拜登刺激计划却是预期产出缺口的三倍。

由于诸多原因，这样的计算只能是近似的。其中最重要的一点是，对潜在国内生产总值的估计可能是不准确的，国会预算办公室可能会低估潜在国内生产总值和产出缺口。另一方面，这种粗略的计算实际上低估了 2009 刺激计划同当前计划之间的差异。

首先，当前失业率正在下降，而不是像 2009 年那样急剧上升，随着疫情得到控制，经济很可能在不久之后就受到提振。其次，鉴于美联储采取的非常规政策、股票和公司债券市场的蓬勃发展以及美元的疲软，今天的货币政策条件要比 2009 年宽松得多。 第三，由于疫情削弱了消费者的消费能力，而今财政刺激计

划也承诺将进一步推行，消费者需求可能会被进一步提振，要知道消费者在去年一年累计减少了约 1.5 万亿美元的消费。

关注财政赤字增量相对于 GDP 增量的差额只是评估财政计划规模的一种方法。 另外一种方法是关注家庭收入损失，并将其同福利支付和税收抵免的增加做比较。当前，工资和薪金收入每月比疫情以前的预测值低约 300 亿美元，而这一差距在 2021 年可能会缩小。然而，2021 年全年的的福利支付、税收抵免和计划的刺激措施总计将达到约 1500 亿美元，这个数额同收入降低的数额的比值为 5：1。考虑到刺激计划的目标对象是低收入个人和家庭，这个比值实际上可能会更大。

在正常情况下，一个四口之家每周的税前收入为 1000 美元，半年收入为约 22000 美元。 在拜登计划之下，如果家里挣钱的人丢掉了工作，算上正常的失业保险、每周 400 美元的特殊失业保险和税收抵免，这个家庭半年的收入可能会超过 30000 美元。

由于既考虑了宏观经济产出缺口也考虑到了家庭收入的下降，新冠疫情救济计划的数额似乎是很大的。拜登政府是对的，如果错过了这次机会，他们永远不会再有一个刺激经济稳步发展的机会和窗口。我也同意财政刺激不足的风险要大于财政刺激过度的风险这一论断。从许多方面来看，一个过热的经济是一件好事，这可以使得雇主不顾一切地寻觅工人并提高工资和福利。

然而，随着一个大规模计划走向制定和实施，政策制定者需要确保他们有办法解决两个可能发生并且非常严重的问题。

首先，尽管存在巨大的不确定性，一个规模接近二战水平、远超正常衰退水平的宏观经济刺激计划可能会引发世纪性的通货膨胀压力，这将影响美元的价值和金融稳定。如果可以迅速调整货币和财政政策，这将是可控的。但是，鉴于美联储做出的承诺，政府官员甚至不会考虑通货膨胀的可能性，动员国会支持增税或削减支出也是很困难的，因此通胀预期急剧上升的风险是存在的。刺激计划的量级会有多大，这变得越来越扑朔迷离。为了保持信誉，刺激计划需要有明确的声明所背书，表明任何可能的后果都在密切监控之下，并且在必要时政府具备迅速调整政策的能力和意愿。

其次，早在新冠疫情爆发以前，美国经济就面临着一些根本问题，比如经济不平等，增速缓慢，从基础设施到学前教育再到可再生能源的公共投资不足等问题。这些是拜登强调更好地重建（building back better）的核心。

如果刺激计划得以实施，国会承诺将会把 GDP 的 15%用于解决这些问题和挑战，同时保持公共投资不会实质性增加。解决新冠危机后，作为国家最关切问题的公共投资问题将会在政治和经济上被找到怎样的空间？

认为可以稳步扩大财政赤字的观点是否能够行稳致远？收入是否会得到提高？ 如果是这样，这在政治上是否可行？

针对疫情救济的财政刺激计划可能会成为一项具有里程碑意义的成就，可以帮助美国经济转危为安。但是，尽管拜登计划规模庞大，但范围有限，这意味着它只能是开始而不是结束。在制定最终细节时，必须仔细考虑我们现在所做的选择可能会如何限制将来的能力。

拜登计划是向前迈出的重要一步，但我们必须确保该计划的制定既不会给未来造成通货膨胀、威胁金融稳定，也不会威胁我们通过公共投资而实现更好的重建的能力。

本文原题名为“Opinion: The Biden Stimulus is Admirably Ambitious. But It Brings Some Big Risks, Too.”。本文作者劳伦斯·萨默斯（Lawrence H. Summers）。本文于 2021 年 2 月 5 日刊于华盛顿邮报（The Washington Post）。单击此处可以访问原文链接。

拉里·萨默斯的担忧

Robert Waldmann/文　　桂平舒/编译

导读：萨默斯对参议院追加抗疫资金的预算决议提出了两个担忧，其一是刺激力度过大，其二是刺激计划无法增加公共投资。本文针对萨默斯的担忧发表了见解，总的来说本文并不是那么强烈地反对萨默斯，并且认为他的第二个担忧很有道理。编译如下：

今天清晨，参议院通过了一项预算决议，要求各委员会追加 1.9 万亿美元用于 Covid-19 救济。昨天，拉里·萨默斯[9]写了一篇专栏文章，表达了对即将来临的预算决议的担忧。和许多人一样，我并不完全赞同他的观点。不同的是，我不像大多数美国人那样那么强烈地反对萨默斯。

萨默斯提出了两个论点。第一，刺激力度过大。

> 即使不考虑任何后续措施，拟议中的刺激计划每月总额也将达到 1500 亿美元左右，这至少是产出缺口的三倍。

这将带来经济过热风险和令人不快的高通货膨胀。

> 与正常衰退水平相比，规模接近第二次世界大战水平的宏观经济刺激有可能引发我们这一代人未曾见过的通胀压力，对美元价值和金融稳定产生影响。如果能够迅速调整货币和财政政策以解决这个问题，这将是可控的。但鉴于美联储做出的承诺、政府官员甚至否认通胀的可能性，以及难以动员国会支持增税或削减开支，通胀预期存在急剧上升的风险。

第二，他认为增加公共支出是必要的，而刺激计划将使其不可能实现。

> 其次，早在 Covid-19 之前，美国经济就面临着经济不公平、增长缓慢和公共投资不足等根本问题，这些问题涉及到基础设施、学前教育、可再生能源等方方面面，这些都是拜登强调重建的核心。
>
> 如果刺激方案获得通过，国会将承诺拿出 GDP 的 15%来应对这些挑战，而实际上公共投资并没有增加。在解决了冠状病毒危机之后，如何为国家应优先考虑的公共投资寻找政治和经济空间?

我将按顺序讨论这些问题，但首先我想指出，萨默斯并没有提出常见的赤字鹰派论点，即增加的债务将是子孙后代的负担。他不反对这种担忧，他只是忽略了它。我同意他忽略甚至不提此论点是正确的。

关于第一个问题（即过热），我注意到主要的反驳为：如果经济过热，美联储可以提高利率。相比之下，它不能下调处于零下限的短期安全利率。萨默斯提到"美联储做出的承诺"。我不知道他的想法，但我相信，如果通胀率远高于 2%的目标，美联储不会遵守任何此类承诺。本文中引用的段落的其余部分基于这样

[9] 译者注：拉里·萨默斯是美国著名经济学家，美国国家经济委员会主任。在克林顿时期担任第 71 任美国财政部部长，曾任哈佛大学校长。因为研究宏观经济的成就而获得约翰·贝茨·克拉克奖。

的假设，即单靠货币政策无法将产出降低到非加速的通胀水平——因此“货币政策”后紧接“财政政策”。没有理由相信这一点——对于我们这些年纪大得足以记住 1981-1982 年事情的人来说，我们甚至很难想象有人相信这一点。我相信萨默斯还有另一个担忧（在上世纪 80 年代提出的），即宽松的财政政策和紧缩的货币政策将挤出私人投资（实际上主要是对大型新住宅的私人投资）。我认为这是老的痴迷于资本形成的萨默斯接替了新的害怕长期停滞的萨默斯。但无论如何，这个论点是没有意义的。众所周知如何管理经济过热的风险。在过去 40 年中，没出现此问题是有原因的。

由于零利率下限，货币政策效应的不对称性意味着财政政策应该偏重于刺激。克鲁格曼在过去 12 年里一遍又一遍地写这句话，但这并不能阻止它成为现实。

在继续之前，有一件事我不能忍受。和几乎所有宏观经济学家一样，当萨默斯讨论实际问题时，他会利用充分就业赤字来评估财政刺激。其前提假设是：临时减税和现金转移对总需求的影响，与政府消费加投资的影响相同。同时，对包含李嘉图等价的 DSGE 模型感兴趣的宏观经济学家（既不包括萨默斯也不包括我）认为，临时减税和现金转移对总需求没有影响。这是令人印象深刻的认知失调。

反对增加 1400 美元支票的理由有两个。其一（萨默斯的观点）是，将会有过多的需求刺激。另一种是，现金只是被存起来，因此这是无效的需求刺激。两种观点势均力敌。人们不必相信一次性现金转移对需求没有影响，从而猜测其影响将远小于基础设施支出。我觉得奇怪的是，在假设零效应（这很常见）和假设现金转移与公共支出具有相同效应之间，没有基于包络定理计算的标准猜测。

在此之后，我将讨论萨默斯的第二个担忧

第二个问题是关于公共投资的“政治和经济空间”。这里有两个不同的问题。经济空间问题是一个关于债务可持续性和美国联邦政府跨期预算约束的问题。可用的经济空间部分取决于债务与 GDP 的比率，但几乎完全取决于利率与 GDP 增长率之间的差异（即名义利率减去名义 GDP 增长率或实际利率减去实际 GDP 增长率——两者之差相同）。由于 30 年期实际利率低于零，没有理由认为美国联邦政府可能面临具有约束力的跨期预算约束。

政治空间不是我的专长。我认为民主党人不会通过违背对选民的承诺来获得政治空间。我不理解财政赤字恐慌，也不明白它为什么会出现或消失。但是，我注意到这似乎和债务与 GDP 比率没有多大关系。

我也对“涉及到基础设施、学前教育、可再生能源等方方面面的经济不公、增长缓慢和公共投资不足问题”和“实际上没有增加公共投资来应对这些挑战”感到迷惑不解。

首先，萨默斯似乎主要考虑的是 1400 美元的支票，而不是整个预算决议。该决议包括扩大失业保险，这将对不平等产生巨大影响。它还包括增加可全额退还的儿童税收抵免。据估计，如果获得批准，儿童贫困率将降低一半。这些似乎是解决经济不公平的相当重要的努力。该结果还包括为教育提供资金以及对州和地方政府的一般援助。这就是美国公共教育的主要资金来源。

其次，他只是简单地断言，所有这些挑战都需要公共投资。此处，我又一次看到了他对投资的热爱。35 年来，萨默斯断断续续地认为总需求影响长期增长。昨日是他抛开此观点认为长期增长依赖于技术和投资的时期之一。

我想我可以重新表述萨默斯的第二个担忧，如此一来，我便同意此观点。1400 美元的支票将增加公共债务，我们无法知道高的债务 GDP 的比例是否会引发债务恐慌。这种恐慌会比将支票邮寄给富人更能有效地阻止公共开支。为雇员支付 1400 美元的理由是他们刺激了需求。这不大可能成为一个问题，有用的公共投资也会刺激需求。

我甚至可以相信，这些支票是次优政策。但是，当然，他们有不可战胜的公众支持。也有至少 51 名参议员坚持在低收入人群中逐步取消该政策。事实上，我同意那些参议员的意见，但是，无论如何，他们有自己的方式。

我的结论是（以防有人读到这里），考虑到网络上（主要是 Twitter 上）的批评，萨默斯的观点比人们想象的更为平衡，他的第二个担忧很有道理。读了这篇专栏文章，我对时机有点惊讶，也有一些不同意的观点（见上文），但我很确定，我属于美国公众中不强烈反对萨默斯的那部分人。

本文原题名为“Larry Summers has Concerns”。本文作者 Robert Waldmann 是哈佛大学经济学博士，在罗马托韦加塔大学教授经济学，也是 ANGRY BEAR 的内容贡献者之一。ANGRY BEAR 是一个专门提供相关新闻、政策、经济评论的博客。本文于 2021 年 2 月 5 日刊于 ANGRY BEAR。单击此处可以访问原文链接。

萨默斯对拜登救济计划的担忧

Jordan Weissmann /文　杨茜/编译

导读：近期，美国前财政部长萨默斯表达了对拜登救济计划的担忧。本文为作者对此的见解。编译如下：

前财政部长萨默斯对拜登总统的冠状病毒救助计划表示担忧，并在周四的《华盛顿邮报》专栏中阐述担忧的理由。具体来说，他认为这一计划的规模过大。“尽管为缓解大流行给经济带来的冲击，以及控制病毒和扩大消费者需求的论点令人信服，但许多政策讨论并未完全考虑到冲击的严重程度。”

我已经谈到了为什么我们不应该把萨默斯的担心看得太重。但是我想再详细讨论一下，因为他的专栏正在白宫四处流传，这表明他的想法可能会产生影响。

萨默斯写道：“政策制定者需要确保他们制定的计划可以解决两个可能且相当严重的问题。”一种在很大程度上是政治上的，而另一种是经济上的。

我们不必太在意政治问题：萨默斯担心，如果美国在救济方面的支出超出必要，那么政客们就不太愿意将资源投入到重要的长期优先事项中，例如基础设施和绿色能源。在资源有限的政治世界中，最终，当前指定拨给州或学校的一些资金实际上将更好地用于气候计划。

萨默斯提出的主要经济问题是，拜登救助计划的规模如此巨大，可能导致严重的通货膨胀。他写道，“虽然存在巨大的不确定性，但宏观经济刺激的规模可能接近二战时期的水平，而不是正常的衰退水平，这将引发我们这一代人从未见过的通胀压力，并对美元价值和金融稳定产生影响。”

这可能会让很多读者感到奇怪。毕竟，自大萧条以来，美国一直遭受着长期低通胀的折磨，美联储一直未能达到每年 2%的年度通胀目标。这使我们处于一个岌岌可危的境地，每次增长看起来有点疲弱时，政策制定者们都不得不开始担心是否会陷入通货紧缩。通货紧缩可能成为一个恶性陷阱，价格下跌会抑制经济的发展。令人担忧的是，在大流行之前，央行决定改变其整个货币政策思考框架，部分是为了确定能否持续推动通胀更接近其目标。

那么，为什么萨默斯现在为通货膨胀而烦恼呢？简言之，一些经济学家认为拜登救助计划的规模比经济的“产出缺口”还要大。有些人认为这可能使经济陷入不可持续的超速运转状态：企业将耗尽新员工，公司将面临生产新产品的能力极限，结果是政府支出的泛滥将推高价格。

没人真正知道产出缺口是多少。经济学家们尽最大努力估计，在通胀成为问题之前，国内生产总值可能会达到多少，但这都是复杂的猜测工作。萨默斯承认了这一点，但坚持认为仍然值得担心计划的规模是否会越过理论上的界线。

认为拜登救助计划的规模足以制造近年来更大的通货膨胀，这并不奇怪，特别是因为经济吸收新支出的能力仍然受到冠状病毒的限制。去年，诸如食品、汽车和家具之类的价格涨幅较高，因为美国人突然停止在餐馆和机票上的支出，开始在食品杂货和住房升级上支出，而且公司难以调整生产以满足所有需求。但萨默斯并不真正关心你的鳄梨或新福特的价格会一度飙升。相反，他似乎在想象一些更糟糕和持久的事情——也许是回到上世纪 70 年代的糟糕时代。“虽然存在巨大的不确定性，但宏观经济刺激措施的规模更接近第二次世界大战的水平，这会引发我们一代人从未见过的通胀压力，从而影响到美元的价值和金融稳定，”他写道。

这有点不可思议。首先，我们不再生活在卡特时代了。从工会的衰落到我们对石油价格抵御力的增强，经济在结构上截然不同，使其不太容易出现难以控制的通胀螺旋。更重要的是，如果通货膨胀确实由于某种原因完全失控，那么美联储可能会通过提高利率进行扼杀。

大多数人相信美联储会对通胀进行管理。萨默斯则对美联储对通胀是否足够谨慎持怀疑态度。事实上，这几乎是他整个论点的核心。他说：“如果可以迅速调整货币和财政政策，通货膨胀压力将是可控的。”但随后暗示美联储可能会放任自流。

鉴于美联储做出的承诺，政府官员甚至不考虑通货膨胀的可能性以及动员国会支持增税或削减支出的困难，通胀预期存在急剧上升的风险。、

萨默斯并没有真正阐述美联储的承诺，如果他真的这样做了，那将破坏他的观点。几个月来一直为国会增加支出欢呼的央行已正式表示，将利率维持在零水平，直到美国恢复充分就业。当前，通胀率已升至 2%，并在一段时间内适度超过 2%。美联储副主席理查德·克拉里达明确表示，美联储希望通胀率在通胀上升前一年内达到 2%。美联储主席杰罗姆·鲍威尔说，央行不会仅仅因为经济完全重新开放时通胀会稍微闪烁一点而加息，因为这可能只是暂时的。他上月底对记者表示：“如果我们看到极有可能对通胀产生暂时性影响的现象，我们不会开始控制。”当然，如果我们确实持续的将通胀控制在令人不快的水平，我们将为此提供工具。应对过低的通胀要困难得多。我们知道如何处理更高的通货膨胀，也就是说，如果需要的话，我们将立即使用这些工具。

我们的央行行长基本上是在说，他们将让就业市场至少回到整个世界陷入困境之前的水平，即使这意味着在人们回去购物时可以容忍一些短暂的价格上涨，然后让通货膨胀适度上升以弥补一些损失。芝加哥联邦储备银行行长查尔斯·埃文斯辩称（鹰派代表），美联储的目标应该是将通货膨胀率一路攀升至 2.5%

萨默斯的观点的一部分似乎是，无论美联储实际上说过什么，其相对宽松的通货膨胀方法都将使企业和投资者相信，他们不愿意在出现通货膨胀时制止通货膨胀。因此，他们可能预计价格会上涨得更快，这可能成为一种自我实现的预言。但是，也没有真正的证据。五年收支盈亏平衡通货膨胀率是市场认为价格走势的关键指标，最近才升至约 2.25%，这表明投资者基本上是在倾听美联储的话，他们相信这一点。

简而言之，萨默斯对美联储和通胀的担忧是过度的。

萨默斯是过去十年来推广美国被困在“长期停滞”状态的人，在长期停滞状态下，可能需要通过政府支出来打击持续低利率。华盛顿的钱包已经打开，他突然就吓坏了。但我的猜测是，这里还有个人自豪感的方面。现在，许多民主党人都以奥巴马政府未能通过 2009 年更大的刺激计划以及随之而来的缓慢复苏为由，希望现在的救助计划规模更大。萨默斯是先前法案的关键设计师，尽管他承认该法案的规模应该更大，但我认为他没有受到间接批评。(奥巴马白宫在一种截然不同的政治氛围中运作，在这种政治氛围下，他受到财政保守的民主党人的约束远比今天大的多。）而且，萨默斯在奥巴马第二个任期竞选美联储主席时败给现任财政部长珍妮特·耶伦。也许他只是觉得有必要说些什么，因为他看着竞争对手正明确地试图改善自己过去的工作。

本文原题名为“Larry Summers Has Some Weird Fears About the Biden Relief Plan”。本文作者 Jordan Weissmann 为 Slate 的高级商务和经济学记者。本文于 2021 年 2 载于 Slate 官网。单击此处可以访问原文链接。

像中国一样出口：贸易地位的决定因素

Russell Cooper 等人/文 安婧宜/编译

导读：本文研究了中国制造业国营与民营企业的出口决策。本文研究模型在标准贸易模型的基础上引入了劳动调整成本和需求侧变动，采用模拟矩估计的方法进行参数估计和模拟实验。本文使用企业盈利能力代替单位劳动营收作为生产率指标。研究表明，本文模型可以很好的匹配实际数据，劳动调整成本和贸易成本对企业贸易决策影响显著。编译如下：

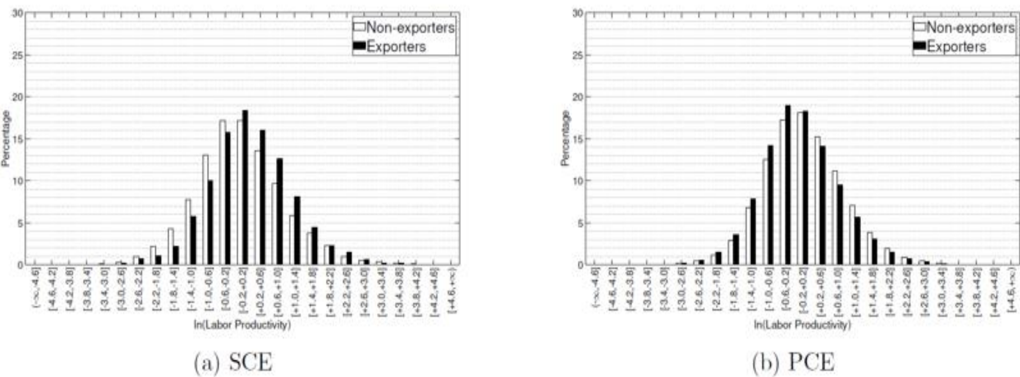
我们研究了中国制造业国营与民营企业的出口决策。在 2019 年，中国的商品出口占到了世界的大约 13%，也占到了中国 GDP 的 20%。理解中国贸易的决定因素对各国都非常重要。可观测的出口决策与标准贸易模型的预测截然不同。在标准贸易模型中，出口公司比其它公司的生产效率更高。相反，出口公司与内销公司的生产率有很大的重合。为了理解我们观察到的贸易决策，本文提出的经济框架强调了国有企业与民营企业在面临劳动调整成本面前如何进行动态决策。本文分析表明，劳动调整成本和需求变动对理解就业和贸易决策非常重要。

研究原因

传统的研究贸易地位的决定因素建立在一条简单且强力的原则上：高生产效率的公司会进行出口，而其它的公司则把商品销往国内。但是，至少对中国来说，这一预测遗漏了很重要的一些因素。

图 1 表现了中国不同企业生产率的分布情况，以单位劳动平均营收（平均每个员工对公司带来的营收）作为标准。其中，SCE 代表国有企业，PCE 代表民营企业。

图 1 单位劳动平均营收的分布



注：图（a）、图（b）中横轴为根据劳动生产率对数的分组，纵轴为各组中企业数占总数的百分比。SCE 代表国有企业，PCE 代表民营企业。黑色直方图代表出口企业，白色直方图代表非出口企业。

我们的论文基于从图 1 中观察到的三个现象。首先，如果是否出口并非仅由生产效率决定，那么其它因素是什么？这对我们的研究来说非常重要。

第二，企业性质非常重要。在图 1 中，在国有企业中，高生产率企业更倾向从事出口，而民营企业则相反。另外，国有企业出口额占自身总产量的比例很低；而民营企业中有 40%从事出口贸易，其中大多数企业的出口额占其产量的 95%以上。为什么企业性质很重要？

最后，以单位劳动平均营收衡量劳动生产率（如图 1）也许会对人产生误导。对于大部分文献中采用的生产函数而言，由于没有引入劳动调整成本，企业间的生产率会趋同。这也不是我们从数据中所看到的。

研究方法

为了解释这些现象，本文模型在标准贸易模型的基础上对其进行了完善。首先，劳动调整成本的引入使劳动力从低收入到高收入企业的转移造成了困难，因此允许模型中的企业生产率有所不同。

第二，在我们的模型中，企业利润不只会受到生产率的影响，也会被国内和国际需求侧的变动所影响。这也使贸易决策不仅取决于生产率。引入这两点之后，模型的预测与我们从数据中观测到的出口和非出口企业的生产率分布可以很好的匹配。一些出口企业也许生产率并不高，但他们出口的商品在市场上需求很高；因此，一些出口企业也许比非出口企业的生产率低。

最后，我们舍弃了单位劳动收益，采用了一个更加全面的生产率指标。我们称其为盈利性，它结合了需求和劳动生产率二者对企业的影响。这样，一个企业或许在人均产出方面生产率不高，但可能从事高需求产品的生产，因此会作为出口企业，将其产品出口至国外市场。

无论是什么类型的企业，都会为了最大化未来利润流的折现值而对劳动投入和贸易方式进行决策。这些利润是来自于国内市场和国外市场的营业收入，减去调整劳动投入和贸易方式的成本。

本文所改进的模型使用了模拟矩估计的方法，矩来自于我们观测到的中国制造业企业的数据。这种方法会选择合适的参数以匹配模型预测和观测数据的矩条件。本文所选用的矩条件包括与贸易和劳动调整成本相关的统计量。如图 1 中展示的生产率分布，仅作为研究原因，并未作为所要匹配矩条件加入模型；我们对该分布在参数估计后进行分析。

结论

我们的研究结论基于参数估计和其它估计的结果。当参数被估计出来后，我们做了一系列的模拟分析，来回答本文的主要问题：什么决定了贸易地位？

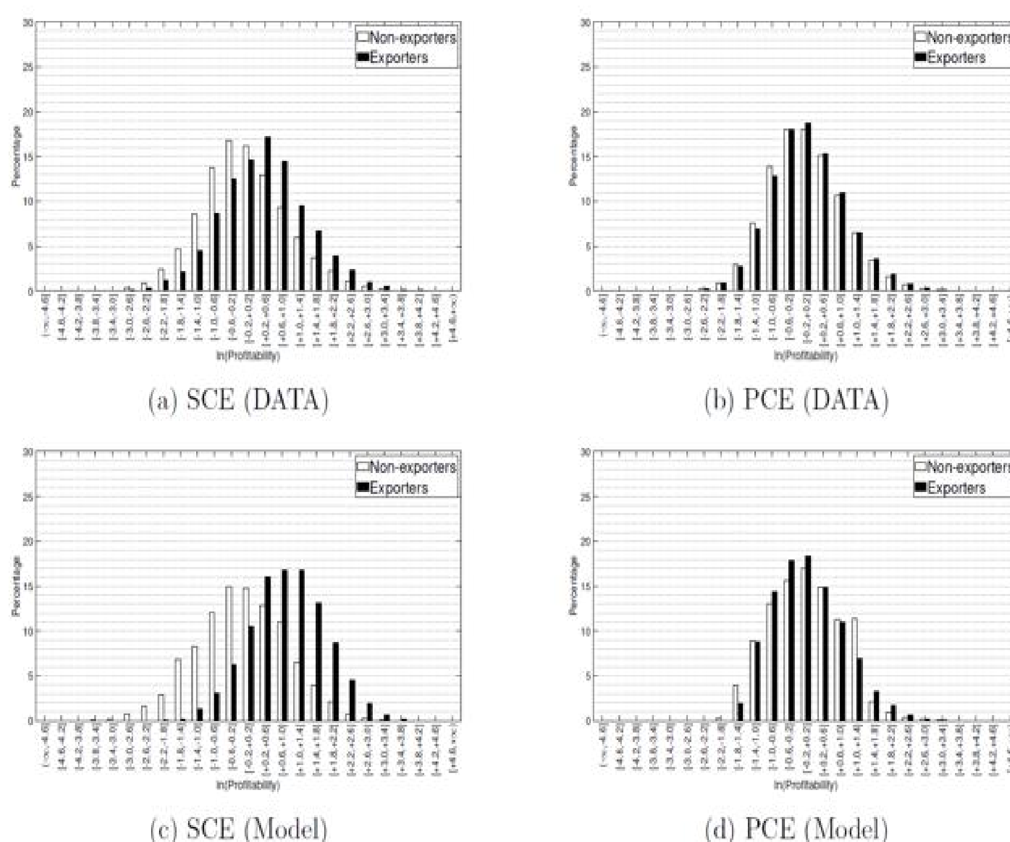
a. 参数估计

我们对国有和民营企业分别进行了参数估计，并在模型中引入了劳动调整成本和贸易成本。虽然与两个成本相关的参数均在统计学上显著，但模型预测值和仅加入劳动调整成本的模型预测几乎相同，两模型预测中对贸易相关的统计量也很接近。国营企业的劳动调整成本更大，这些企业的规划也更长远；这与我们观测数据中国有企业比民营企业更容易贷款的现象不谋而合。

b. 哪些企业在出口？

企业当期的出口情况很大程度上是由前一期出口情况、公司规模和盈利能力所决定的。前几年的出口企业在当前年份也更有可能从事出口贸易。出口的动态决策反映了劳动调整成本和贸易成本。不管是国营还是民营企业，大企业都更有可能从事出口贸易。盈利性更高的企业也更有可能出口其产品。与盈利性相关的创新对贸易决策的影响因企业而异，国营企业的贸易决策对企业盈利性变动更敏感。劳动调整成本也会影响贸易决策对盈利性的敏感度。

图 2 盈利性的分布

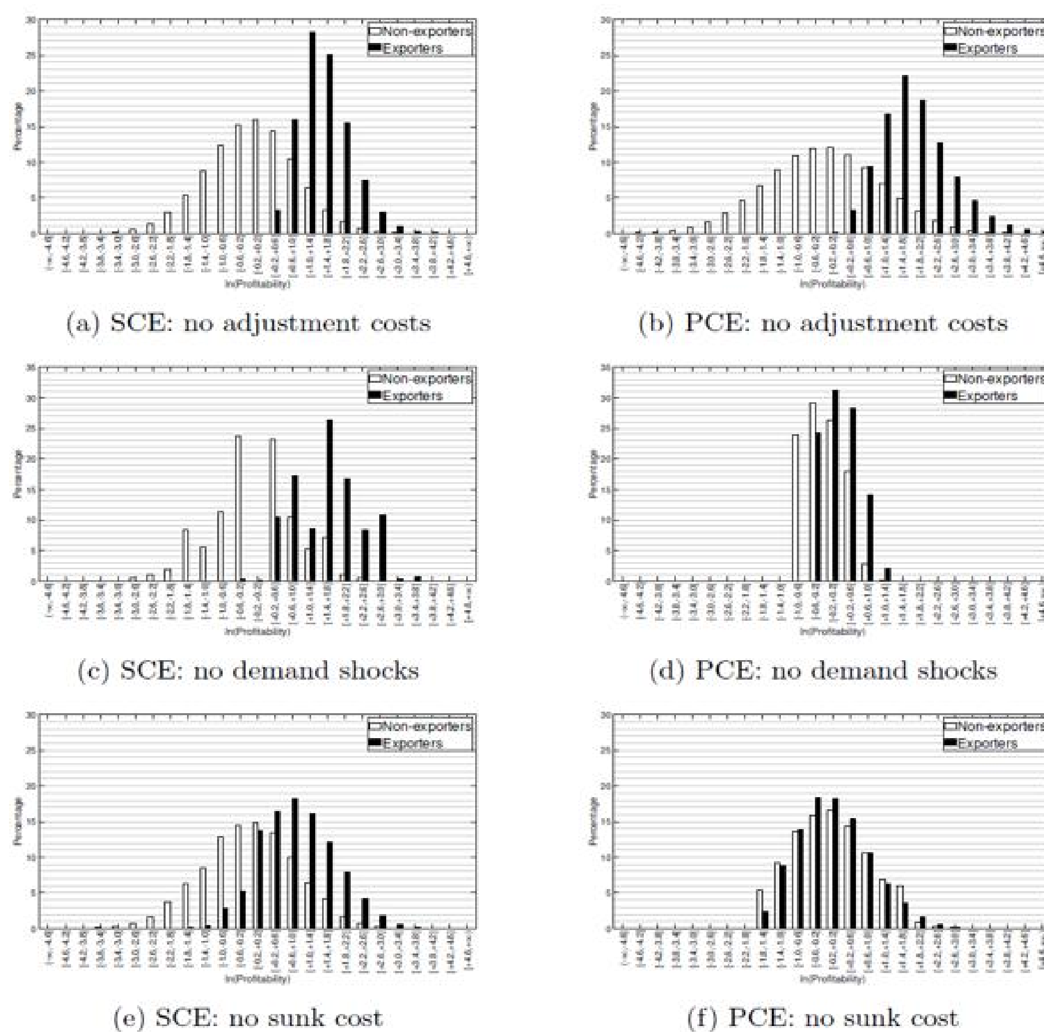


注：各图中横轴为根据盈利性对数的分组，纵轴为各组中企业数占总数的百分比。SCE 代表国有企业，PCE 代表民营企业。黑色直方图代表出口企业，白色直方图代表非出口企业。第一行为观测到的数据，第二行为模型预测。

图 2 表现了本文模型预测和观测数据中国营和民营企业、出口和非出口企业的盈利性分布情况。尽管这一指标相比前文所用的人均生产率而言更具外生性，但出口企业和非出口企业的盈利性还是有很大的重合。

分析发现了重合产生的原因。图 3 画出了三种不同模拟条件下的盈利性的分布情况：无劳动调整成本（第一行），只有技术冲击（第二行）和无沉没成本（第三行）。

图 3 模拟结果



(a) SCE: no adjustment costs

(b) PCE: no adjustment costs

(c) SCE: no demand shocks

(d) PCE: no demand shocks

(e) SCE: no sunk cost

(f) PCE: no sunk cost

注：各图中横轴为根据盈利性对数的分组，纵轴为各组中企业数占总数的百分比。SCE 代表国有企业，PCE 代表民营企业。黑色直方图代表出口企业，白色直方图代表非出口企业。图中标示了三种不同模拟条件下的盈利性的分布情况：无劳动调整成本（第一行），只有技术冲击（第二行）和无沉没成本（第三行）。

对于两种类型的企业来说，在没有劳动调整成本的情况下（图 3 第一行），模型预测趋近于标准模型结论，出口和非出口企业间的盈利性重合很小。劳动调

整成本的影响在于，一个高效的小企业无法迅速的通过招工来扩大生产、出口商品。在这里，劳动调整成本的角色和沉没成本类似。

在不考虑需求冲击的情况下（图 3 第二行），出口和非出口企业盈利性的区分并不分明，但盈利性高的企业还是更倾向于从事出口贸易。

在图 3 第三行中，移除沉没成本对出口和非出口企业盈利性分布几乎没有影响。

本文原题名为“Exporting like China: The Determinants of Trade Status”。本文于 2021 年 2 月刊于 VoxChina 官网。单击此处可以访问原文链接。

为什么在 COVID-19 救济方案之后通货膨胀可能会飙升

Joseph E. Gagnon/文　李佳欣/编译

导读：经济学家们围绕着美国总统拜登提出的 1.9 万亿美元经济刺激计划的规模展开了激烈的辩论，这引起了人们对先前由政府巨额支出而刺激产生的通胀案例的关注。双方都把上世纪 60 年代的越南战争作为难以逆转的通胀的起点。然而，如果回顾过去，我们可能会发现这个结论是误导性的，我们更应该审视朝鲜战争时期而不是越南战争时期。编译如下：

经济学家们围绕着美国总统拜登提出的 1.9 万亿美元经济刺激计划的规模展开了激烈的辩论，这引起了人们对先前由政府巨额支出而刺激产生的通胀案例的关注。双方都把上世纪 60 年代的越南战争作为难以逆转的通胀的起点。然而，如果回顾过去，我们可能会发现这个结论是误导性的。20 世纪 60 年代末的消费热潮是长期的，除了由战争推动，它还受到“伟大社会”计划的作用。而拜登的刺激计划只是应对危机的短期措施。此外，美联储在 20 世纪 60 年代面对不断上升的通胀时的消极态度也不太可能会重演。一个更相似的案例是 1951 年与朝鲜战争有关的大规模但短期的通货膨胀激增，这场战争并没有对美国经济造成任何长期的损害。

奥利维尔·布兰查德和劳伦斯·萨默斯担心，一揽子计划中的支出可能会引发通胀，美联储可能无法控制通胀，甚至会引发金融危机或使经济陷入衰退。保罗·克鲁格曼、温迪·埃德伯格和路易丝·谢纳对此不太关心，他们认为，联邦支出转换为经济活动和通货膨胀的规模可能远小于历史经验的规模。然而，克鲁格曼、埃德伯格和谢纳忽视了疫苗接种运动的成功使得重要服务业重新开放，而这可能会释放去年大量积压的家庭储蓄而产生大量的支出。

越南战争时期的政府开支是长期的

双方讨论了拜登一揽子计划可能产生的结果与美国 1960 年代的经验的异同，当时林登·约翰逊总统领导下的军事和社会开支将失业率推至比当时一般的自然失业率低 2 个百分点的水平，而这个失业率水平从 1966-1969 保持了 4 年。通货膨胀率从 1964 年的 1.2%升至 1969 年的 5.9%。美联储终于在 1969 年收紧了政策，这导致了 1970 年温和的衰退，但通货膨胀率从未低于 3%。美联储对通胀的反应缺乏连贯性和持续性，这为上世纪 70 年代更大的通胀规模埋下了隐患。

但 2021 年和 1966 年之间有着重要的区别。约翰逊总统的“伟大社会”计划反映了他对消除贫困的长期承诺，而越南战争也拖了将近十年。相比之下，拜登总统的 COVID-19 一揽子计划是为了战胜新冠疫情并重启经济而做出的短期努力。美联储在上世纪 60 年代和 70 年代对其目标和意图保持了沉默，而现在它明确表示打算将通胀率控制在平均 2%的水平。

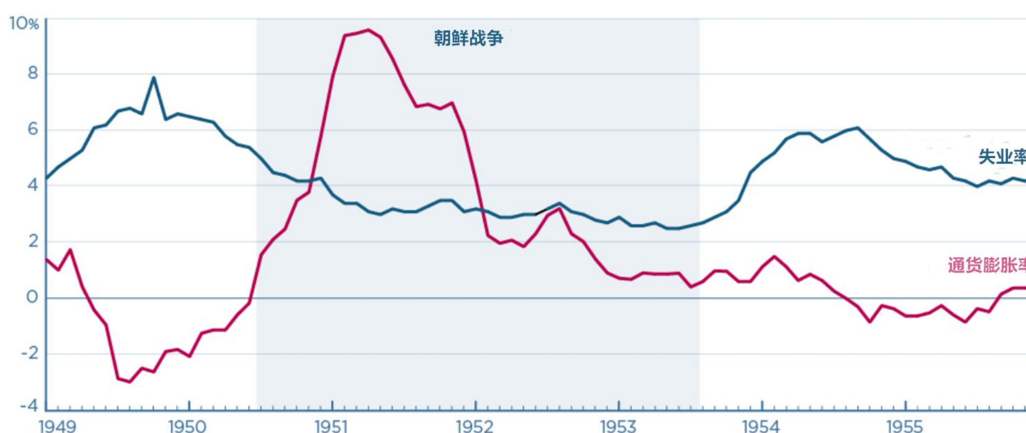
朝鲜战争时期的政府开支是短期的，也被认为是短期的

一个更好的案例可能是 1950-1953 年的朝鲜战争。这是一场比越南战争短得多的战争，而且从一开始就被认为是短期的。社会支出没有增长。因此，与越南战争期间相比，整体支出增长可能被视为更为短期的，而拜登一揽子计划的意图也是如此。

朝鲜战争始于 1950 年 6 月，并于 1953 年年中以停战告终。如下图所示，美国通胀率在 1950 年末飙升，但在 1952 年和 1953 年分别恢复到 2%和 1%左右。

朝鲜战争初期，通胀率暂时飙升，但并未造成持久的经济损失。

图 1 1949 年 1 月至 1955 年 12 月美国通货膨胀率和失业率



数据来源：美国劳工统计局。

注：通货膨胀率是消费者物价指数 12 个月变化率。

1950 年初，美国经济从 1949 年的衰退中迅速复苏。失业率在 1949 年 10 月达到 8%的峰值，但在 1950 年 6 月战争爆发时迅速下降到 5.4%。动员使失业率在 1951 年初下降到 3%，并维持到战争结束。

1950 年，美国经济的总支出（名义 GDP）飙升了 18%（按 Q4/Q4 计算），因为消费者和企业由于为战争生产和未来有可能重新实行的定量配给制度做准备而加大了购买力度。（在该时期，没有重新实行定量配给制度。）1951 年，军费开支占了上风，而名义 GDP 在 1952 年恢复到 7%的趋势增长率之前又增长了 11%。考虑到 1949 年经济衰退后的一些复苏，名义 GDP 在 1951 年和 1952 年都超过了先前 10 个百分点。

COVID-19 纾困方案出台后，通胀为何可能飙升，美联储能做些什么？

如果 COVID-19 疫苗能够在 2021 年末成功地让美国经济全部重新开放，那么 2021-2023 年的支出可能会激增，其速度可能与 1950-1952 年相当。拜登的财政一揽子计划是在去年 12 月通过的 0.9 万亿美元一揽子计划的基础上出台的；这两个一揽子计划的总额占 GDP 的 13%。此外，美国 2020 年的家庭储蓄比之前

高出了 1.6 万亿美元，而被积压的消费力占了 GDP 的 7%。2020 年和 2021 年财政一揽子计划的大部分目标都是中低收入家庭，他们往往很少储蓄。在 2020 年，餐馆和娱乐场所的关闭使得家庭不能正常消费，但在 COVID-19 被控制住后，这种强迫人们储蓄的措施不太可能持续下去。

两位数的支出激增将对产能过剩远低于 10%的经济体造成冲击。美国国会预算办公室（CBO）估计，美国经济在 2020 年第四季度的潜力比预期低 3%。一些经济学家认为差距更大。例如，劳工经济学家亚当・奥齐梅克认为，黄金时期的就业与人口比率是衡量潜在产出的最佳指标，当这一比率在 2000 年达到历史峰值时，美国正处于潜在产出水平。根据这一分析，潜在产出可能比国会预算办公室的估计高出 3 个百分点，而上个季度的差距可能为 6%。

不管人们对当前产出缺口的看法如何，即使没有财政刺激和被限制的储蓄，重新开放餐馆、旅游和娱乐业应该也会使产出维持自发的增长。产出差距肯定低于 6%。经济支出的两位数增长将超过任何人对其潜力的估计，也将超过这几十年来的水平。

由于这些因素，通货膨胀可能会暂时激增。但是，只要消费繁荣被视为一种短期的调整，并且美联储将继续维持其控制通胀的长期承诺，通胀率就会迅速下降。美联储为了显示其抗通胀的决心需要迅速大幅加息，但其增长不必与通货膨胀的增长相对应，也不必高到足以引发经济衰退的程度。所需要的只是增加足够的利率，以防止长期通胀预期高于美联储的通胀目标。最好的办法是承诺如果通胀率不迅速回落则未来将大幅提高利率。

即使是暂时的通胀率上升也将为美联储重新考虑 2%的通胀目标提供一个合适的机会，这时，将这一目标提高到 3%或更高一点也是很合理的。

本文原题名为“Inflation Fears and the Biden Stimulus: Look to the Korean War, not Vietnam”。本文作者 Joseph E. Gagnon 是 PIIE 高级研究员。本文于 2021 年 2 月刊于 PIIE 官网。单击此处可以访问原文链接。

财政政策与后疫情时代的复苏

——国内政策与国际协调的路线图

Neil Shearing / 文　张舜栋 / 编译

导读：自新冠疫情以来，世界各主要经济体普遍迅速出台了力度空前的财政刺激政策。随着疫苗的大规模接种和疫情传播的放缓，世界经济复苏的曙光正在来临，而各国也终将逐步退出本轮刺激周期。在具体操作过程中，各国政府应如何确定退出刺激周期的时机？在其中应注意应对哪些风险和挑战？国际协调在其中将扮演怎样的角色？笔者给出了回答。编译如下：

自新冠疫情爆发以来，各国政府介入公共生活的广度和深度都普遍加强——在世界范围内，许多政府都出台了紧急的封控措施，并限制了居民的出行强度以延缓病毒传播。与此同时，许多国家的财政当局也出台了大规模的经济刺激方案，大幅举债以刺激市场活力，试图抵消疫情带来的不利影响。过去，里根曾有名言曰：“政府不是我们解决问题的灵丹妙药，政府本身恰恰就是我们面对的问题。”但在当下的大环境里，这句话似乎并不符合时宜。

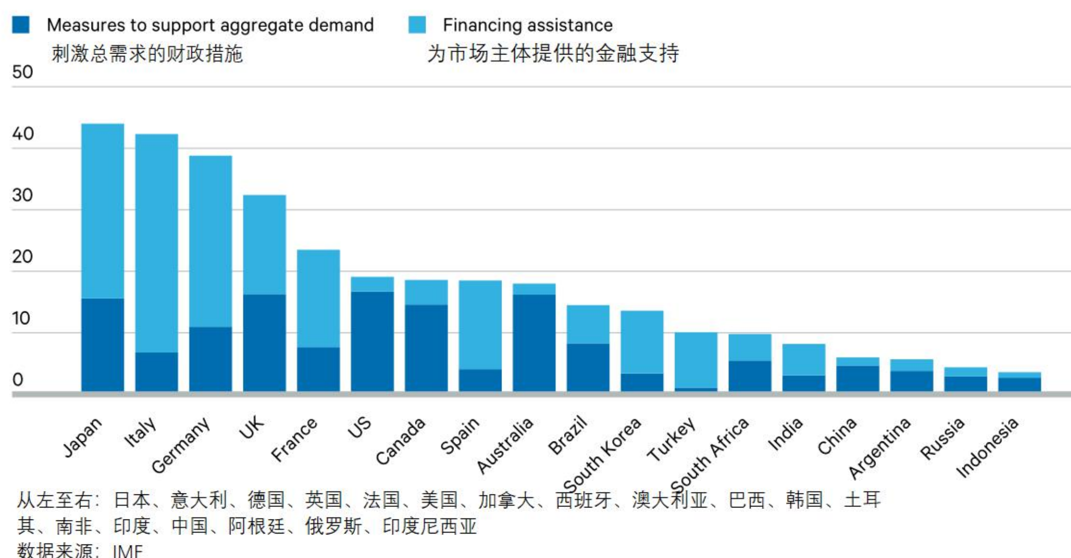
诚然，面对肆虐的疫情，大规模的财政刺激政策有其必要性和紧迫性。但是，随着疫苗的普遍接种，许多国家的疫情或将在未来一段时间内得到根本性控制。如果真是如此，那各国政府都应尽早决定：是否应该随着疫情消退而对财政刺激政策进行相应调整？应于何时、以何种方式进行调整？相应的国际协调应该做到什么程度？基于这些问题，本文描绘了各国政府在未来可能面临的一系列挑战，并提出了五点建议，供各国决策部门参考。

面对疫情，即便是那些传统的西方国家，也以各种方式加强了政府对居民日常生活的控制。在此之前，许多国家仅有在战时才会出台限制个人出行和日常活动的政策。当然，这些政策也引发了许多激烈的辩论。本文并不对这些话题做过多讨论，而是将目光聚焦在疫情下各国政府推出的财政刺激政策上——过去一年里，各国政府财政刺激的力度是空前的。根据 IMF 报告，各国政府总计针对疫情出台的财政刺激规模相当于全球 GDP 的 12%。而在 2009 年应对全球金融危机时，当时的刺激规模仅相当于全球 GDP 的 2%。

当然，为了准确把握各国财政刺激政策的实质，我们就不能止步于仅仅关注“全球刺激政策的总规模”这个笼统的数字。首先，各国面对疫情的反应有所差异，而刺激政策的力度也各不相同——一些大力刺激经济的国家（如日本、意大利、德国和英国），其财政刺激方案的规模相当于 GDP 的 30%到 40%，而对另一些国家来说（如俄罗斯和印度尼西亚），其财政刺激仅相当于 GDP 的 3%左右（见图 1）。此外，各国出台的刺激政策的时效性也有所差异——一些国家以“火

力全开”的模式出台了立竿见影的财政政策，而也有一些国家则采用了“细水长流”的思路，将刺激政策的效果于未来几年中逐步释放。

图 1 部分国家刺激政策规模占 GDP 的比重



从左至右：日本、意大利、德国、英国、法国、美国、加拿大、西班牙、澳大利亚、巴西、韩国、土耳其、南非、印度、中国、阿根廷、俄罗斯、印度尼西亚

数据来源：IMF

更根本地来说，为了更准确地分析财政政策，我们可以将政府出台的不同措施归为两个维度——一是直接刺激总需求的政策，典型的例子有减税、扩大就业、扩大政府支出等；二是为市场主体提供金融支持的政策，例如贷款、授信等。在图 1 中，我们按照上述原则将各主要经济体出台的财政刺激方案分解为两大类措施。从图中我们不难看出，各国不仅在刺激方案的规模上存在较大差异，其方案内部两类措施的占比也各不相同。一些国家（如美国、加拿大）更倾向于通过财政政策直接刺激总需求，而另一些国家（如德国和意大利）则更看重为市场主体提供金融支持。

此外，在不同国家，政策的制定与执行风格也有较大差异，对劳动力市场的相关政策而言尤为如此。在欧洲，为了保护就业，许多政府出台了由政府资助的带薪休假或减少工时政策。在公共财政的支持下，这些政策不仅有助于保护劳工免于失业，也有助于减轻企业的劳工成本带来的压力。同时，这些政策还维系了企业与雇员间的关系。如此一来，当总需求回升时，企业将得以迅速召集员工，并重新组织生产。与之相反，在美国，政府刺激方案的重点并不在于保护就业岗位，而更多侧重于直接补贴失业的个体——联邦政府提高了失业保险的保障金额，在 2020 年四月至七月间，将每周的救济标准提高到了 600 美元，而在去年 12 月至今的三个月间也将该标准提高了 300 美元。此外，联邦政府向所有家庭年收入低于 75000 美元的家户一次性发放了 1200 美元的支票，并在去年 12 月又

补发了 600 美元。而就在最近，第三波救济支票的方案也正在紧锣密鼓的讨论之中。

无独有偶，各国政府对企业的金融支持也存在多种形式。一些政府减免或暂缓了企业的税赋，而也有部分财政当局为企业提供了债务或股权融资。其中，获得股权融资的企业在数量上往往较少，主要分布于“关系国计民生的重大战略性行业”。而债务融资相比之下则重要得多，这其中既包括政府向企业提供的直接债务融资，也包括公共部门（及其所属的金融机构）向企业提供的授信。在这些措施的帮助下，许多企业得以幸免于疫情的严重冲击。但尽管如此，这些措施依然可能造成许多不合意的后果——公共资金可能被用于资助那些缺乏竞争力的企业，甚至无意间造就更多“僵尸企业”。此外，这样的资金支持也可能被不怀好意的骗子企业所套取。

在借贷之初，没有人能够准确估计政府担保的贷款最终将对财政带来多少成本。如果贷款最终被全额归还，那财政成本将是微不足道的。但是，如果这些贷款转变为坏账，那么财政当局（以及它们所控制的银行）将最终承担这些成本。因此，我们可以将图 1 中浅蓝色的面积理解为财政当局理论上所面临的成本上限。当然，在真实世界中，它们最终面临的成本将远低于这一上限值。

在思考未来的政策挑战时，各国政府应明确区分两个议题：一是政府必须明确财政政策对总需求的支持力度应该到什么程度，并于何时采用何种方式逐渐取消刺激政策。二是政府应更加明确自己与市场间的互动关系——在后疫情时代，各国经济格局都将发生转变。一些行业会变得更加茁壮，而另一些行业则可能加速消亡。那么，这种转变在多大程度上应该受到公共政策的干预和指导？政府必须明确这一问题的答案。

随着疫苗的大规模接种，今年各主要经济体的经济前景都呈现出向好态势。尽管如此，在未来几年内，各国财政当局依然肩负着支持经济总需求，加速经济复苏的重担。即便是在疫情之前，部分主要经济体就已经饱受低增长和高负债的困扰，一些国家早已处于衰退的边缘。因此，各国切不可操之过急地撤回财政刺激政策。

那么，即便如此，为何还是有许多声音呼吁政府尽快削减财政刺激呢？这背后的顾虑主要有两点：一是担心急剧攀升的财政压力诱发财政危机——目前，全球公共债务规模已达到令人忧虑的水平，在 2020 年，世界各国公共债务之和已相当于全球 GDP 的 100%，而未来这一数字或将进一步攀升；二是担心庞大的财政刺激诱发过高的通胀压力——这种担忧与上述第一条担忧紧密相关。毕竟，在面对过高的债务压力时，政府将更有动机容忍更高的通胀水平。而面对更高的通胀水平，央行将提高基准利率，并进一步推高政府的借债成本。

理论上讲，国债收益率 r 和名义 GDP 增速 g 之间的关系决定了公共债务占 GDP 的比重。当 $r>g$ 时，为了确保公共债务占 GDP 的比重保持不变，财政当局必须维持预算盈余。而当 $r<g$ 时，政府则可以在维持预算赤字的同时，避免进一步推高债务比重。如此看来，在当前各国货币政策普遍极为宽松的环境里，各主要经济体的国债收益率都很可能低于其 GDP 增速，因此，今年我们很难看到公共债务占比失控的情况出现。

当然，一些人可能会提出，债券市场是充满不确定性因素的，假如市场对政府海量的财政刺激失去信心，那么国债市场可能出现大幅波动。笔者认为，这种情况也不太可能发生。这是因为，目前各主要经济体的中央银行都持有大量本国国债——美联储持有市面上流通的 1/4 美债，而日本央行则持有超过 1/2 的日本国债。只要各国央行协调一致，即可有效应对任何国债收益率的上行压力，并确保其低于 GDP 增速，直至各国经济完全从疫情中复苏为止。

至于全球范围内的通胀压力，笔者认为也不太可能在未来几年内出现。尽管各主要经济体将逐步放开对出行的管控，但这些国家依然离充分就业有较远的距离。而日本过去二十年的政策实践意味着，哪怕是产能过剩问题已经消失，结构性阻力依然将阻止通胀水平快速攀升。因此，即便在中长期的未来通胀水平将重新走高，笔者也不认为通胀率在眼下这几年内就会立即反弹。

与通胀相比，我们更应该担忧的是需求不足的问题——尽管随着管控措施的放松，家户和企业的支出将出现复苏，但大环境依然存在重重阻力。面对失业，一些家庭将被迫削减开支，而疫情带来的不确定性也将促使家庭和企业提高预防性储蓄的水平。因此，公共部门必须在经济复苏前，积极地采取刺激手段，以应对需求不足的问题。

但笔者在此需要指出的是，尽管政府必须确保向市场提供足够的财政支持，但这并不意味着财政宽松是无限度的。随着经济逐步复苏，财政政策也必须与之相适应。从这个角度来说，政府将面临两大挑战：一是要恰逢其时地退出宽松的政策周期——退出地过早，将损害经济复苏的进程；而退出地过晚，则终究将推高通胀压力，并在中长期诱发公共债务危机；二是要恰如其分地协调不同财政政策的退出时机——随着后疫情时代的到来，许多国家的经济结构都将发生转变，而财政刺激政策当中不同的措施将对不同行业带来异质性的影响，政府必须对此做出抉择。

根据经典经济学教材的观点，退出宽松政策的理想时点，应该是劳动力市场达到充分就业之时。也就是说，一旦失业率开始进入下行通道，财政刺激的力度就应当逐渐减小；而当市场达到自然失业率时，财政刺激政策就应当随之完全终结。然而，在真实世界中，这种设想是很难实现的。其一，真实的自然失业率到

底是多少，其实是无人准确知晓的，这意味着财政当局很难将这一指标作为锚定政策的标尺（值得注意的是，在 2018 至 2019 年间，美国的失业率水平均低于美联储估算的自然失业率，但通胀水平并未随之发生明显上升）；其二，由于政府出台了各种各样的应对疫情的稳就业措施，统计局观测到的失业率指标并不能真实反映社会上实际的失业率水平。举例来说，在政府的补助下，一些工人得以缩短正常的工作时间，但在统计数据上他们依然处于正常就业的状态。

令人感到棘手的是，这些问题不仅是经济学家们所辩论的学术问题，更是政策制定者们所必须准确估算的现实问题。如果不能准确估算这些情况，政府就很有可能在错误的时机撤出宽松周期——在 2009 年的全球金融危机中，英格兰银行就曾被迫放弃以失业率作为锚定政策的基准变量。

那么，各国政府如何才能避免过去的失误，并准确估算政策调整的时点呢？要做到这一点，他们首先要明确：并不存在一个简单的指标，使政府能够精确估算退出政策的时机。与其依赖一个单一变量，不如说政府应该将一揽子的硬性或软性指标纳入考虑范围。这些指标包括但不限于：失业率、不完全就业率、就业/人口率、工作时长、工资增速、对劳动力市场的问卷调查，以及相对于趋势的产出指标。

在上文中，我们讨论了政府应如何确定退出宽松周期的时点。以下，我们将探讨政府如何确定各项刺激措施的退出顺序。总的来说，我们认为政府应遵循两大基本原则：一是政府应注重刺激措施的精准性——与其雨露均沾式地向各行各业的企业和个人进行补贴，政府不如专注于长期向那些受疫情和封控措施影响更严重的行业提供补贴，而优先放弃那些投向率先恢复的行业的补贴；二是政府应更加注重对投资的刺激措施，而（在就业率恢复后）率先放弃对消费的刺激。强劲的投资水平不仅能够有助于刺激及需求和短期增长，更有助于通过提高资本存量来促进长期经济增长。此外，除中国外，各主要经济体在疫情前普遍处于投资水平空前低迷的状态。因此，公共部门应抓住利率水平处于空前低位的机遇，加大公共投资，并籍此刺激私人投资的增长。

随着后疫情时代的到来，各国政府都有必要重新思考政府应当在经济中所扮演的角色。首先，这次疫情启示我们，没有任何政府能完全预知未来将发生什么——正如凯恩斯所指出的那样，世界具有“根本上的不确定性”。即便我们目前可以对后疫情时代做出诸多预测，如远程办公和网购需求将会上升、线下餐饮和酒吧等需求将会回归……但从根本上而言，我们对后疫情时代的面貌依然是不了解的。因此，政府当然也就难以基于这些预测对未来做出一套完备的产业政策。市场或许是不完备的，但它一定是诸多分配资源的手段中最完备的一种。因此，

在后疫情时代，政府应当继续坚持，让市场在后疫情时代的经济转型中发挥主导作用。

那么，政府应当做些什么呢？笔者认为，政府应当在各个领域打造一套平台，以确保后疫情时代的经济向更加现代、更加稳健的方向转型。本文在此不做过多讨论，但有三个领域是各国政府都应该重点考虑的：一是加大对传统（如城郊轨道交通）和新型（如 5G 基站）基础设施的投资，并突出“绿色环保”的总要求；二是重视对人力资本的投入，提升劳动力的流动性，以应对不断涌现的新行业、新业态的需求；三是矫正本次疫情中暴露出的市场失灵现象，如打击互联网行业的垄断行为。

在后疫情时代，各国需要在财政政策领域加强国际协调。诚然，各国的财政政策是由各国当局基于本国的利益和需求所制定的，但财政政策的国际协调依然具有十分重要和紧迫的意义，国际性金融机构在其中应扮演关键角色。之所以我们要强调国际协调，是因为各国经济都是相互影响的。若某个主要经济体过早地退出了刺激周期，则将有碍全球的经济复苏；相应地，若某个主要经济体过晚地退出了刺激周期，则将必然增加中长期全球经济面临的通胀压力。此外，另一个加强国际协调的重要原因，是不协调的财政政策将进一步加剧国与国之间的贸易不平衡——那些对国内经济刺激不足的国家，将更加依赖外部需求，并扩大经常账户盈余。目前，我们已经看到，那些率先复苏的国家（如中国和越南）其经常账户盈余进一步扩大，而美国的经常账户赤字也在随之扩大。因此，要在国际间协调好财政政策，一项中心任务是要缩小贸易上的全球不平衡。

此外，更为重要的是，经济全球化在疫情爆发之前就已经处于关键的十字路口。全球化的技术和政策支柱正在摇摇欲坠，以美国为代表的一些国家出现了强烈的逆全球化浪潮。美国和中国在经济和政治上的“脱钩论”不绝于耳。随着拜登上台，美国政府的腔调或将有所缓和，但种种龃龉背后的结构性矛盾并不会随着拜登的就职而烟消云散。更糟糕的是，本轮疫情很可能激化这些已有的矛盾。而各国政府如果在财政政策上没有实现成功的国际协调，这些已有的地缘政治和经贸摩擦只会更加激化。一种可能的危险是，随着中国的率先复苏和经常账户盈余的持续扩大，其他国家的经济民族主义将进一步升温，以邻为壑的贸易政策或将导致大萧条的悲剧重演；而另一种可能的情况是，如果一些国家将科技和国家安全等因素作为政策制定的核心考量，则也会导致财政政策国际协调的最终失败。因此，从维护现行国际秩序，防止经济民族主义蔓延的角度出发，我们也有必要空前重视经济政策的国际协调。

在本文的结尾，笔者为各国财政当局提出了五点政策建议：

- 一是在经济完全复苏前，继续维持对经济的财政刺激，并抵制那些要求立即采取措施，应对不断上升的债务负担的呼声；
- 二是在经济复苏后，按照市场的需求情况，有步骤地退出财政刺激周期；
- 三是分行业地提供更加精准的财政刺激，并重视加强公共投资；
- 四是确保市场在后疫情时代的经济转型中发挥主导作用。而政府所发挥的作用应仅局限于搭建平台、加强物质和人力资本投资，以及矫正市场失灵；
- 五是发挥好国际性金融机构的作用，协调好各国的财政政策，确保国际贸易不平衡的程度不再进一步恶化；

此外，为了加强国际间的政策协调，笔者建议各国政府就这些政策建议中的相关要点在今年的 G7 和 G20 会议财长、央行行长峰会上进行讨论。

同时，IMF、OECD 和 WTO 的秘书长们应当发挥作用，向各国政府提供技术性的政策建议，这些建议应当涵盖以下三个方面的内容：

- 一是建议各国政府，关注一揽子的经济指标，以确定合适的退出宽松周期的时点；
- 二是建议各国政府着力于发挥搭建平台的作用，促进后疫情时代的经济转型；
- 三是加强财政政策的国际协调；

回顾 2020 年，一个令人惊喜的事实是，各国政府在应对疫情挑战时，普遍迅速出台了力度空前的财政政策。那么，如今各国面临的当务之急是如何顺利、有序地退出本轮扩张周期。而本文则为这一目标提供了有益的思路。

本文原题名为“Fiscal Policy and the Post-COVID-19 Recovery: A Roadmap for Domestic Policy and International Coordination”。作者 Neil Shearing 是英国皇家国际问题研究所（Chatham House）全球经济与金融项目副研究员、凯投宏观（Capital Economics）首席经济学家。本文于 2021 年 2 月刊于 Chatham House 官网。单击此处可以访问原文链接。

本期智库介绍

The Center for Economic Policy Research （CEPR） 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：http://www.voxeu.org/

The Royal Institute of International Affairs Chatham House（Chatham House）
英国皇家国际事务研究所

简介：英国皇家国际事务研究所成立于 1920 年，位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内。是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是"推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究，并提供政策参考。"英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系，对政府的外交政策有一定的影响。在《2011 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Chatham House 在全球（含美国）30 大智库中列第 2 名，全球 30 大国内经济政策智库中列第 6 名，全球 30 大国际经济政策智库中列第 4 名。

网址：www.chathamhouse.org/

Peter G. Peterson Institute for International Economics （PIIE） 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten） 成立于 1981 年，是非牟利、无党派的美国智库。2006 年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为"彼得·乔治·彼得森国际经济研究所"。在《2011 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE 在全球（含美国）30 大智库中列第 10 名，全球 30 大国内经济政策智库中列第 4 名，全球 30 大国际经济政策智库第 1 名。

网址：http://www.piie.com/